信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

新型烟草：卷烟区域结构分化，新型烟草大势所趋，HNB 产业链蓄势待发

轻工制造

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

姜文镪 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：lichen@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：卷烟区域结构分化，新型烟草大势所趋，HNB 产业链蓄势待发

2026 年 8 月 16 日

本期内容提要：

禁烟大势所趋，需求刚性支撑行业平稳增长。全球控烟持续收紧、2000-2025 年吸烟率 33.1%降至 19.2%，但 2011-2025 年全球烟草市场（剔除中国）规模仍由 7332 亿美元增至 9529 亿美元（CAGR1.9%），核心在于价格提升、新烟承接需求。提税提价在发达市场挤出销量、新兴市场收入增长部分消化，需求加速向新型烟草迁移而非消失，验证烟草成瘾消费品的需求刚性。

卷烟：区域走势分化，重视新兴市场与结构升级。2011-2025 年全球卷烟销量-13.0%，中东&非洲为唯一正增长区域（+26.2%），新兴市场人口红利与卷烟可负担性提升保障烟民数量基本盘。中国卷烟量稳价增，2011-2025 年市场规模从 1.04 万亿元增至 1.93 万亿元（CAGR 为 4.5%，其中价 CAGR 为 4.3%），高价位烟以存量维护为主，中高端及细支/爆珠等创新品类需求增长。十五五期间统一大市场、大品牌、数字化三线并进，头部品牌份额有望加速集中。

新型烟草：替烟大势所趋，HNB 最匹配传统卷烟市场。需求端减害动机与供给端龙头转型共振，2025 年 HNB/雾化/尼古丁袋全球规模达 430/244/92 亿美元，预计 2025-2030 年 CAGR 分别为 10.9%/5.9%/24.7%。HNB 口感最接近真烟、烟叶原料管制构筑准入壁垒，2025 年全球 CR5 达 96.1%，传统烟草龙头优势有望长期维持。监管核心顾虑为青少年使用率，HNB 与尼古丁袋青少年使用率显著低于雾化，监管风险相对更低。菲莫、英美、日烟等先行企业加速迭代，龙头竞争与投入强度持续升级。

中国市场开放在即，核心供应链蓄势待发。2026 年 7 月《加热卷烟》国家标准征求意见稿发布，国内 HNB 市场放开渐行渐近。复盘日本经验：HNB 以接近卷烟的单位税负承接转移销量、且显著提升烟民留存率；定价锚定主流至中高端价格带，与高价位礼赠市场分层共存。我们预计我国 HNB 烟支市场 2026/2030/2035 年市场规模分别将达 363/3558/5737 亿元，烟具规模将为 48/158/255 亿元，HNB 烟草用纸为 0.5/5/9 亿元，香精为 2/20/34 亿元，烟草薄片为 17/170/275 亿元。烟具代工、香精、烟草薄片、HNB 用纸等环节民企均有望依赖技术&生产切入。建议关注**思摩尔国际、华宝国际、中烟香港、仙鹤股份、恒丰纸业、盈趣科技**等。

风险提示：监管趋严、全球渗透率提升不及预期、行业竞争加剧。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

目 录

1. 禁烟大势所趋，全球烟草市场规模平稳增长 6
2 卷烟：走势分化，重视地区&品类结构成长 8
2.1 全球经济磨底，地缘冲突&贸易摩擦加剧不确定性 8
2.2 卷烟走势分化，新兴市场潜力可观 10
2.3 新兴市场人口红利，成长机遇明确 12
2.4 产品结构加速变化，迎合核心用户需求 14
2.4.1 消费人群年龄结构上移，年轻群体渗透率下降 14
2.4.2 中高端产品占比提升，创新产品破局 16
2.5 卷烟支撑财税，十五五指引下品牌份额有望加速提升 20
3 新型烟草：渗透率提升大势所趋，HNB 替烟逻辑较优 22
3.1 兼顾供需诉求，合则多方受益 22
3.2 新烟品类拆分：HNB 替烟逻辑较优，传统卷烟龙头优势显著 25
3.3 监管方向：青少年使用率为主要顾虑，HNB&尼古丁袋监管相对宽松 27
3.4 海外龙头新型烟草发展路径浅析 31
3.4.1 复盘菲莫国际成长历程，深挖 IQOS 成功逻辑 31
3.4.2 英美烟草发力 HNB 赛道，格局有望加速演变 33
3.4.3 日本烟草加大 HNB 投入力度，远期目标广阔 36
3.4 技术仍在迭代升级，产品体验仍有改善空间 37
4. 中国市场开放指日可待，核心供应链蓄势待发 38
4.1 复盘 HNB 日本发展，税利稳定、烟民留存率增加 38
4.1.1 HNB 承接销量，维持税基 38
4.1.2 HNB 与高端烟分层共存 39
4.2 中国市场开放在即，核心供应商蓄势待发 41
风险提示 44

图 目 录

图 1：至少高质量完成一项保护措施的国家及受保护的人口数量 6
图 2：2024 年 195 个国家不同管控政策执行程度占比 6
图 3：全球不同经济体烟草渗透率（%，15 岁以上人口） 6
图 4：全球不同地区烟民人口（百万人） 7
图 5：传统可燃烟草价格走势（美元/支） 7
图 6：传统可燃烟草销量走势（亿支，卷烟左轴，其余为右） 7
图 7：全球烟草市场分品类规模（亿美元） 7
图 8：分品类不同时期 CAGR 8
图 9：M1 增速-M2 增速（%） 8
图 10：我国 CPI、PPI 同比增速 （%） 8
图 11：我国消费调研（%） 9
图 12：我国社零增速（%） 9
图 13：我国房地产销售&新开工（住宅）同比数据 （%） 9
图 14：主要城市二手房销售价格环比数据（%） 9
图 15：美国 GDP 增速&零售额同比数据（%） 10
图 16：美国&欧元区 CPI（%） 10
图 17：欧洲零售/工业信心指数 10
图 18：美国消费信心指数 10
图 19：不同区域量价变化（色阶中蓝色代表较高、红色代表较低） 11
图 20：全球卷烟市场概览（亿美元、亿支、美元/支） 11
图 21：2008-2016 年分收入等级烟草可负担性变化 12
图 22：2008-2016 年分地区烟草可负担性变化 12
图 23：新型烟草渗透率（雾化/HNB/尼古丁袋合计占整体烟草市场比例） 12
图 24：全球不同国家到达人口峰值时间 13

图 25：不同地区&经济体 GDP 增速（%，24-27 年）.....13
图 26：全球不同地区卷烟均价 CAGR.....13
图 27：美国各年龄段吸烟率（橙色为高收入人群，蓝色为中等收入，灰色为低收入）.....14
图 28：美国青少年吸烟率及品类变化.....15
图 29：中国分性别吸烟率变化.....16
图 30：中国分年龄吸烟率以及控烟教育覆盖率.....16
图 31：中国不同群体单日吸烟量.....16
图 32：中国不同人群电子烟使用比例.....16
图 33：中国卷烟销量&市场规模.....17
图 34：中国卷烟均价.....17
图 35：中国卷烟价格带占比（三档价格分别为≤10 元、10-30 元间，≥30 元）.....17
图 36：2024 年不同价格带细烟增速.....17
图 37：中国卷烟口味占比变化.....17
图 38：中国卷烟规格占比变化.....18
图 39：中国烟民吸烟结果心理预期以及各类诉求网络结构&强度（左图为诉求强度，右图为关联关系）.....18
图 40：爆珠烟在不同国家不同群体中使用程度（表中 1 为定量，其余数字为控制变量下比值，大于 1 意味更多）.....19
图 41：不同地区吸烟者认为低焦油/淡味卷烟危害更小的比例.....19
图 42：新媒体时代网友自发宣传.....20
图 43：中国卷烟销量/利税/烟民梳理（百亿支/百亿元/亿人）.....21
图 44：东欧/西欧/北美市场卷烟份额.....21
图 45：新型烟草减害性研究.....23
图 46：HNB 消费者使用原因.....23
图 47：雾化电子烟消费者使用原因及历史对比.....23
图 48：菲莫国际收入拆分（亿美元）.....24
图 49：菲莫国际分业务毛利率对比.....24
图 50：2025 年不同地区新型烟草渗透率.....25
图 51：全球四大烟草龙头新型烟草收入占比.....25
图 52：四大烟草龙头新型烟草布局.....25
图 53：不同新烟品类市场规模及市占率（亿美元）.....26
图 54：雾化/HNB 特点对比.....26
图 55：不同烟草产品消费者性别占比对比.....26
图 56：不同烟草产品消费者年龄占比对比.....26
图 57：美国尼古丁袋消费者画像.....27
图 58：雾化/HNB/卷烟竞争格局对比（%）.....27
图 59：美国/欧洲尼古丁袋消费者画像（青少年群体中）.....28
图 60：雾化/HNB/卷烟使用成本对比.....28
图 61：部分国家 HNB 政策对比.....28
图 62：HNB 全球市场地图.....29
图 63：部分国家 HNB&卷烟税率梳理.....29
图 64：2025 年 HNB 全球渗透率排行 （部分国家，HNB 烟民/总人口，%）.....30
图 65：2025 年雾化全球渗透率排行（部分国家，雾化烟民/总人口，%）.....30
图 66：美国雾化电子烟分口味销量.....31
图 67：菲莫国际 HNB 产品发展历程.....32
图 68：菲莫国际新型烟草部分投入指标.....33
图 69：菲莫国际核心数据概览.....33
图 70：英美烟草新型烟草发展历程.....34

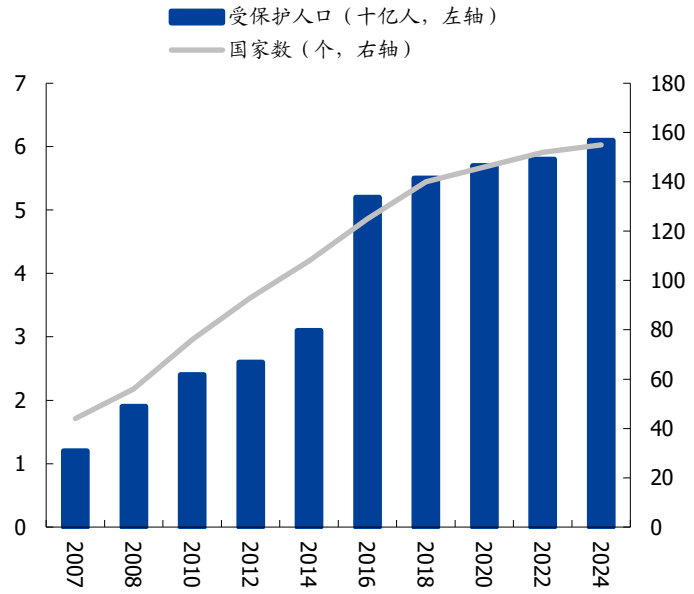
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 71：英美烟草新型烟草数据概览 34
图 72：英美烟草 VUSE&GLO 全球市占率 35
图 73：主流产品对比 35
图 74：全球主要市场核心品牌促销力度 36
图 75：PLOOM 日本市占率 37
图 76：日烟数据概览 37
图 77：合元 PTH MASTER 示意图 38
图 78：部分海外品牌电子烟兼具游戏功能 38
图 79：三大新烟品类优劣势总结 38
图 80：日本烟草市场规模、销量、税收总结 39
图 81：中国自用烟价格带分布（峰值在 10-20 元） 40
图 82：中国礼赠价格带分布（峰值为 50 元） 40
图 83：日本烟草产品使用者中，想要戒烟的人群占比 40
图 84：2018 年日本使用 HNB 产品动因调查 41
图 85：《加热卷烟》国标征求意见稿部分内容梳理 42
图 86：我国 HNB 整体市场以及部分产业链环节空间测算 42
图 87：日本市场 HNB 发展历程中关键数据 42
图 88：相关公司盈利预测（亿元） 43

1. 禁烟大势所趋，全球烟草市场规模平稳增长

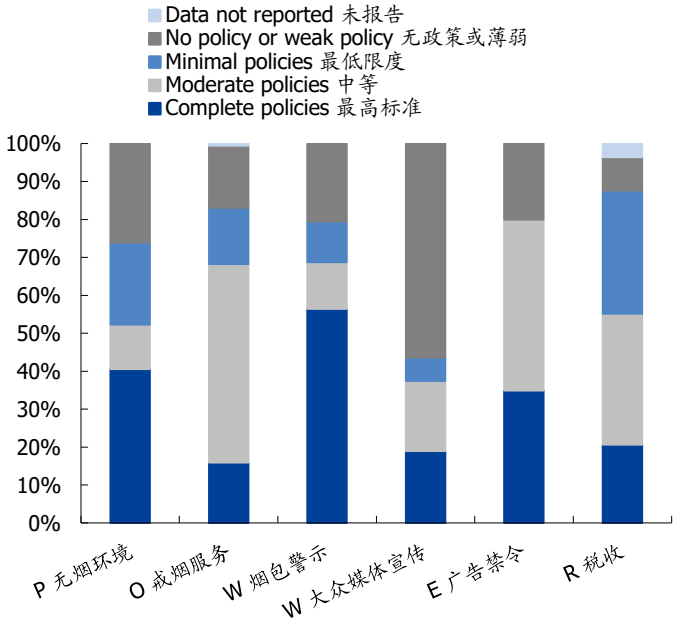
联合国框架引导，各国跟进禁烟。2003 年 WHO 通过《烟草控制框架公约》（FCTC，联合国有史以来第一个全球公共卫生条约），2008 年 WHO 进一步发布 MPOWER 六措施工具包（监测、保护免受二手烟、提供戒烟帮助、警示危害、执行广告禁令、提高烟草税），把公约义务变成可考核的操作清单。联合国框架指引下，各国政府逐步强化控烟手段，2007-2024 年受 MPOWER 保护的人群数量从 12 亿人增长至 61 亿人，至少高质量完成一项保护措施的国家数量从 44 个增长至 155 个，全球吸烟率（15 岁以上人口）从 2000 年 33.1%已降低至 2025 年 19.2%，预计 2030 年为 17.4%。

图 1：至少高质量完成一项保护措施的国家及受保护的人口数量



资料来源：WHO，信达证券研发中心

图 2：2024 年 195 个国家不同管控政策执行程度占比



资料来源：WHO，信达证券研发中心

图 3：全球不同经济体烟草渗透率（%，15 岁以上人口）

	2000	2005	2010	2015	2020	2025E	2030E
全球	33.1	29.4	26.2	23.5	21.1	19.2	17.4
高收入国家	34.6	30.6	27.1	24.1	21.6	19.3	17.4
中高收入国家	27.5	25.9	24.6	23.4	22.3	21.4	20.4
中低收入国家	45.3	38.1	32.1	27.1	23.1	19.9	17.1
低收入国家	21.9	19.0	16.7	14.7	13.2	11.8	10.8

资料来源：WHO，信达证券研发中心

需求刚性，全球烟草行业平稳发展。2011-2025 年全球烟草市场（剔除中国）规模从 7332 亿美元增长至 9529 亿美元（CAGR 为 1.9%），尽管过去数十余年政策收紧，但烟草市场整体规模稳定增长，验证成瘾消费品需求刚性。

从使用人口数量来看：尽管 2000-2025 年全球烟草渗透率下降 13.9pct（占比降幅达 42%），但烟民数量仅在同期下滑 13.3%，其中非洲、东地中海（主要为中东）、西太平洋（主要为亚太）烟民人数分别增长 11.9%、35.1%、5.7%。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

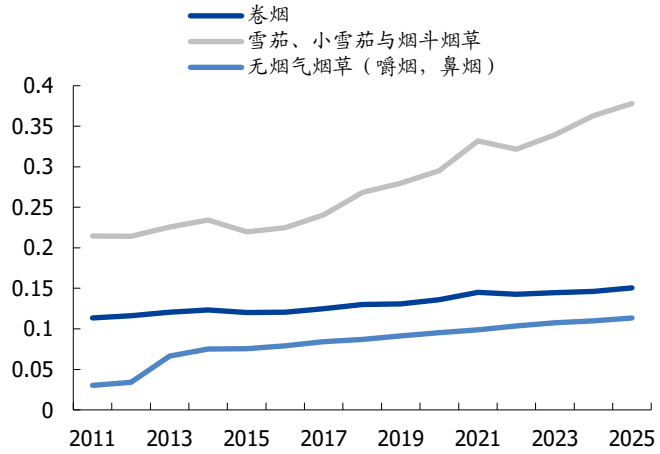
图 4：全球不同地区烟民人口（百万人）

	2000	2005	2010	2015	2020	2025E	2030E	2010-2025变化比例
非洲区域	59	59	60	61	63	66	69	11.86%
美洲区域	172	160	148	136	125	113	103	-34.30%
东南亚区域	435	412	388	364	341	319	296	-26.67%
欧洲区域	234	221	208	195	184	171	160	-26.92%
东地中海区域	74	79	85	89	93	100	106	35.14%
西太平洋区域	404	418	427	432	431	427	419	5.69%
全球	1379	1349	1315	1279	1237	1196	1154	-13.27%

资料来源：WHO，信达证券研发中心

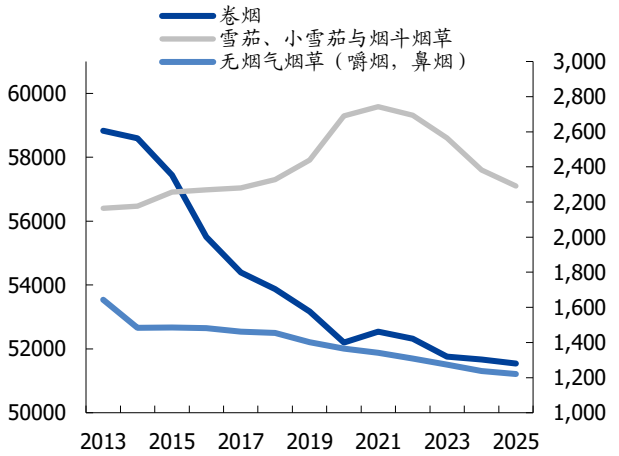
从量价格角度来看：多数国家普遍通过增税提价来实现控烟，但实际烟草具备较强成瘾性质、价格弹性偏低，提价最后的结果为增收。根据世界卫生组织，10%的价格提升最终导致高收入国家烟草使用减少 4%、低收入&中等收入国家减少 5%；根据欧睿数据，2011-2025 年全球卷烟量价分别-13.0%/+32.7%、雪茄等其他可燃烟量价分别+9.6%/+76.3%、无烟气烟草（嚼烟/鼻烟）分别-75.3%/+275.1%。

图 5：传统可燃烟草价格走势（美元/支）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

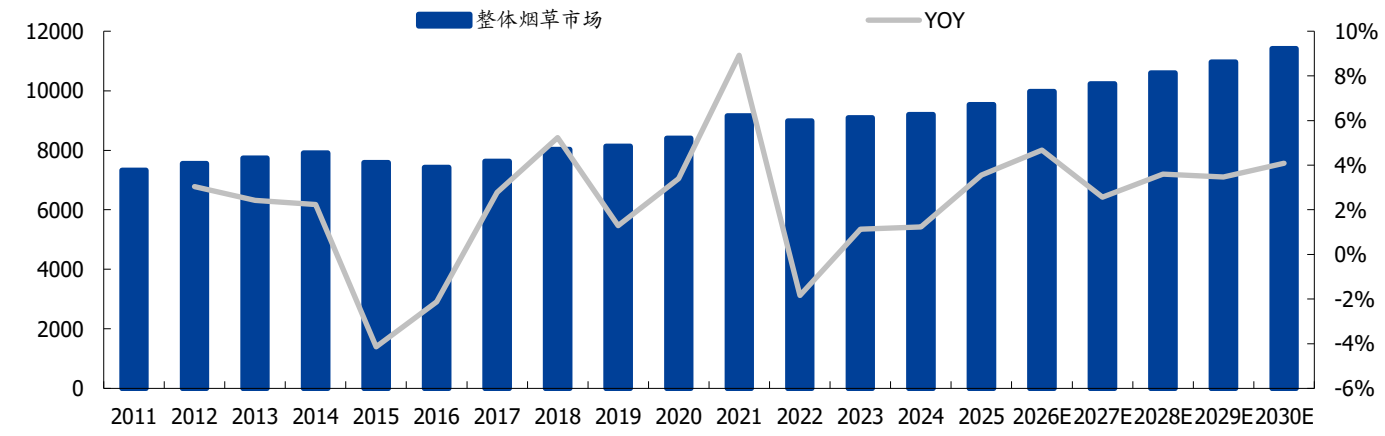
图 6：传统可燃烟草销量走势（亿支，卷烟左轴，其余为右）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

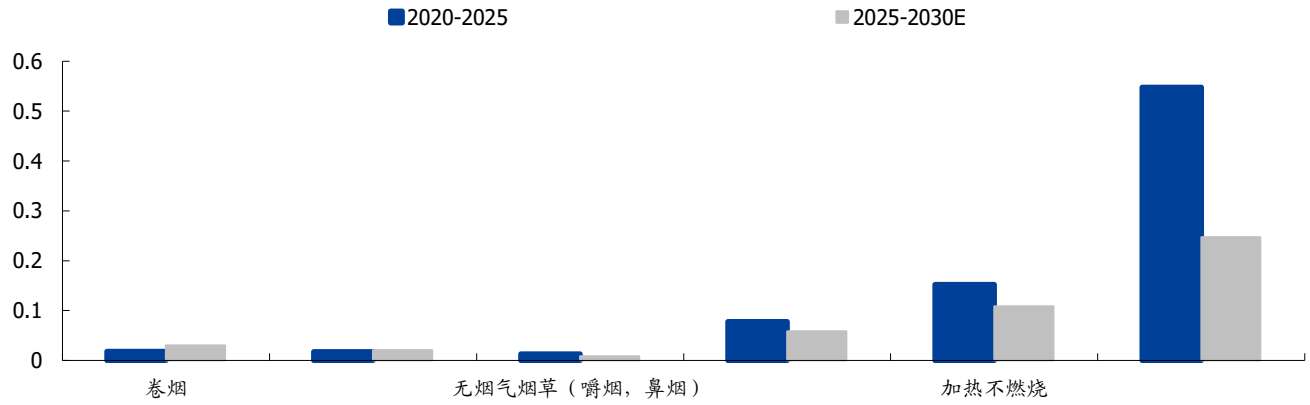
从品类拆分角度来看：需求加速迁移而非消失，2020-2025 年卷烟、雪茄及其他可燃烟、无烟烟草、雾化电子烟、HNB、尼古丁袋市场规模 CAGR 分别为 1.8%、1.7%、1.3%、7.8%、15.2%、54.76%，占比分别-2.9、-0.4、-0.1、+0.6、+2.0、+0.8pct。新型烟草市场规模近年来加速崛起抢占卷烟份额，且整体趋势有望延续，预计 2025-2030 年各品类 CAGR 分别为 3.0%/2.1%/0.9%/5.9%/10.9%/24.7%。

图 7：全球烟草市场分品类规模（亿美元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 8：分品类不同时期 CAGR



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2 卷烟：走势分化，重视地区&品类结构成长

2.1 全球经济磨底，地缘冲突&贸易摩擦加剧不确定性

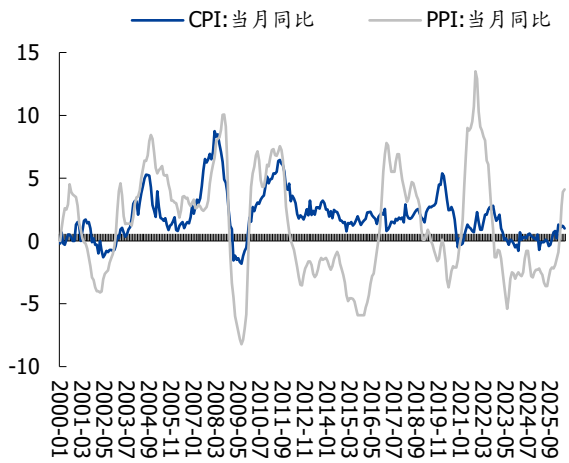
中国：国内经济总量稳定，但量、价分化，CPI、PPI 共振改善，资金边际活化，稳增长的核心是稳价格，稳收入、稳房价、反内卷。

图 9：M1 增速-M2 增速（%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

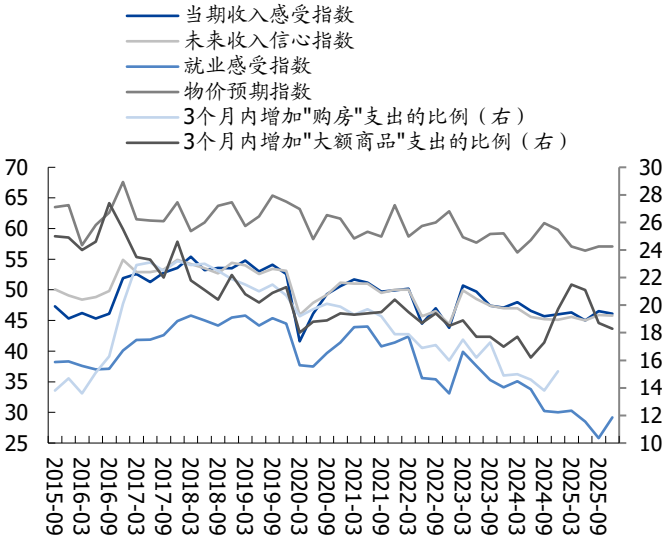
图 10：我国 CPI、PPI 同比增速 （%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

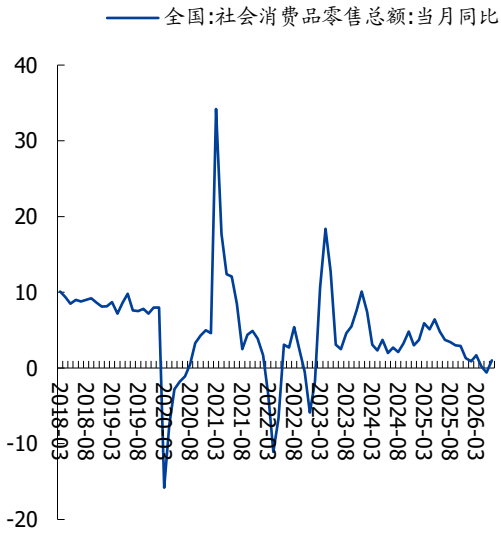
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 11：我国消费调研（%）



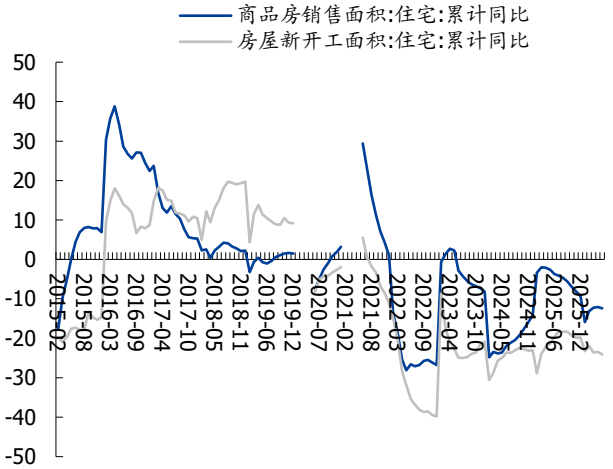
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 12：我国社零增速（%）



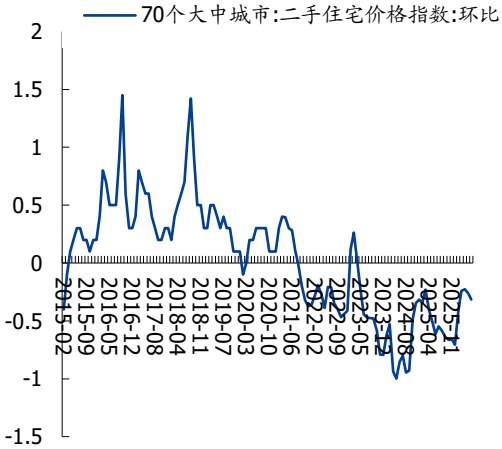
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 13：我国房地产销售&新开工（住宅）同比数据 （%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

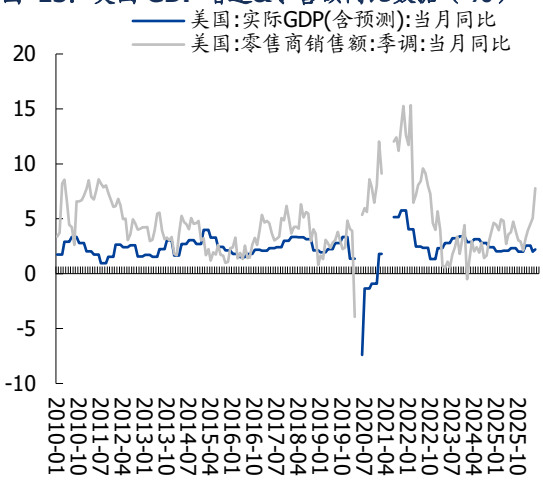
图 14：主要城市二手房销售价格环比数据（%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

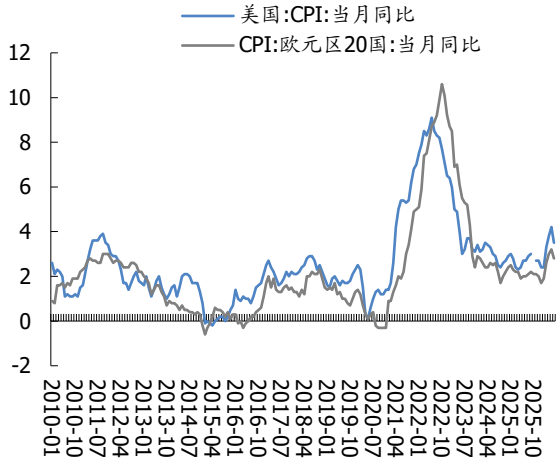
海外：26H1 地缘冲突持续发酵，顽固通胀压制居民消费意愿，美国、欧元区各项信心指数普遍承压。展望后市，高通胀约束下全球主要央行政策转向节奏趋于谨慎，流动性宽松时点延后。综合基本面与情绪指标，我们判断海外主要经济体短期仍处于磨底阶段，需求修复或将放缓。

图 15：美国 GDP 增速&零售额同比数据（%）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 16：美国&欧元区 CPI（%）



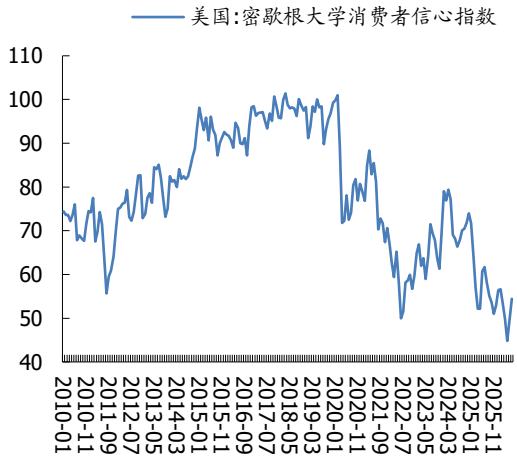
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 17：欧洲零售/工业信心指数



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 18：美国消费信心指数



资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.2 卷烟走势分化，新兴市场潜力可观

销量： 2011-2025 年全球卷烟销量下滑 13.0%、CAGR 为-1.0%，其中亚太市场为-5.3%（CAGR-0.4%），中东&非洲市场是唯一正增长的区域，销量逆势+26.2%、CAGR 达+1.7%；其余区域全线下滑：西欧下滑 20.4%（CAGR -1.6%），拉丁美洲下滑 30.2%（CAGR-2.5%），东欧下滑 45.1%（CAGR-4.2%），北美下滑 53.1%（CAGR-5.3%），澳洲降幅最深达 83.0%（CAGR-11.9%）。

价格： 销量下滑幅度与价格增长幅度呈现明确正相关，2011-2025 年全球卷烟均价上涨 32.7%（CAGR +2.0%），其中价格提升最多的是销量崩塌最严重的市场：澳洲均价大涨 241.8%（CAGR +9.2%，主要系澳大利亚 17 年起持续上调卷烟消费税），东欧均价+119.2%（CAGR+5.8%，部分国家对标欧盟标准调整税率），北美均价+93.1%（CAGR+4.8%），拉丁美洲均价+34.1%（CAGR+2.1%），西欧均价仅+7.6%（CAGR+0.5%）、为各区域最低。此外，亚太均价上涨 47.2%（CAGR +2.8%），而销量仅-5.3%，中东&非洲均价+30.7%（CAGR+1.9%）销量反而+26.2%，提税提价在经济发达市场挤出销量，在新兴市场则被平稳消化。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 19：不同区域量价变化（色阶中蓝色代表较高、红色代表较低）

	均价变化		销量变化	
	2011-2025年变化	2011-2025年CAGR	2011-2025年变化	2011-2025年CAGR
全球	32.70%	2.04%	-12.96%	-0.99%
亚太	47.17%	2.80%	-5.32%	-0.39%
澳洲	241.83%	9.18%	-82.99%	-11.88%
东欧	119.20%	5.77%	-45.06%	-4.19%
拉丁美洲	34.12%	2.12%	-30.16%	-2.53%
中东&非洲	30.74%	1.93%	26.23%	1.68%
北美	93.11%	4.81%	-53.09%	-5.26%
西欧	7.63%	0.53%	-20.35%	-1.61%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

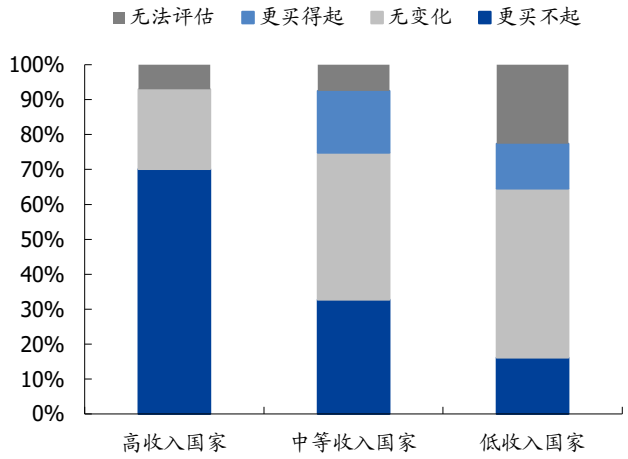
图 20：全球卷烟市场概览（亿美元、亿支、美元/支）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
全球（量）	59,216.4	59,700.7	58,831.2	58,596.2	57,440.1	55,511.4	54,389.2	53,873.5	53,173.3	52,195.3	52,540.6	52,315.6	51,760.6	51,669.5	51,540.4
yoy		0.82%	-1.46%	-0.40%	-1.97%	-3.36%	-2.02%	-0.95%	-1.30%	-1.84%	0.66%	-0.43%	-1.06%	-0.18%	-0.25%
全球（价）	0.11	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13	0.14	0.15	0.14	0.14	0.15	0.15
yoy		2.42%	3.86%	2.14%	-2.63%	0.44%	3.60%	4.14%	0.60%	3.86%	6.75%	-1.77%	1.56%	0.93%	3.08%
全球（市场规模）	6,718.2	6,937.3	7,100.1	7,222.8	6,894.4	6,692.0	6,792.9	7,007.0	6,957.4	7,092.9	7,621.9	7,454.8	7,490.4	7,546.6	7,759.2
yoy		3.26%	2.35%	1.73%	-4.55%	-2.94%	1.51%	3.15%	-0.71%	1.95%	7.46%	-2.19%	0.48%	0.75%	2.82%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
亚太（量）	36,349.9	37,272.9	37,384.8	37,761.4	36,878.5	35,248.2	34,669.3	34,605.5	34,368.6	33,842.7	34,337.2	34,604.0	34,330.1	34,318.9	34,416.4
yoy		2.54%	0.30%	1.01%	-2.34%	-4.42%	-1.64%	-0.18%	-0.68%	-1.53%	1.46%	0.78%	-0.79%	-0.03%	0.28%
亚太（价）	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11
yoy		5.87%	4.25%	3.35%	4.46%	-0.34%	2.59%	5.07%	1.01%	4.10%	8.11%	-1.89%	0.07%	0.77%	2.23%
亚太（市场规模）	2,803.8	3,043.8	3,182.6	3,322.4	3,389.5	3,228.5	3,257.6	3,416.5	3,427.3	3,513.2	3,853.5	3,810.1	3,782.6	3,810.7	3,906.8
yoy		8.56%	4.56%	4.39%	2.02%	-4.75%	0.90%	4.88%	0.32%	2.51%	9.69%	-1.13%	-0.72%	0.74%	2.52%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
澳洲（量）	213.3	206.5	198.1	189.9	180.3	168.6	157.3	147.0	135.2	121.7	108.4	94.5	77.0	56.5	36.3
yoy		-3.23%	-4.05%	-4.13%	-5.09%	-6.44%	-6.73%	-6.55%	-8.05%	-9.96%	-10.90%	-12.89%	-18.49%	-26.61%	-35.78%
澳洲（价）	0.56	0.60	0.62	0.65	0.61	0.68	0.80	0.90	0.97	1.11	1.43	1.56	1.78	1.86	1.91
yoy		6.63%	3.75%	5.04%	-6.44%	11.62%	17.87%	11.86%	8.68%	13.94%	28.45%	9.33%	13.94%	4.99%	2.70%
澳洲（市场规模）	119.5	123.3	122.8	123.6	109.8	114.6	126.0	131.7	131.6	135.0	154.6	147.2	136.7	105.4	69.5
yoy		3.19%	-0.45%	0.70%	-11.21%	4.44%	9.93%	4.54%	-0.07%	2.58%	14.46%	-4.76%	-7.13%	-22.94%	-34.04%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
东欧（量）	6,939.6	6,790.1	6,288.0	5,832.7	5,540.4	5,413.9	5,134.5	4,821.5	4,557.6	4,307.6	4,091.1	3,969.3	3,886.4	3,906.3	3,812.8
yoy		-2.16%	-7.39%	-7.24%	-5.01%	-2.28%	-5.16%	-6.10%	-5.47%	-5.49%	-5.02%	-2.98%	-2.09%	0.51%	-2.39%
东欧（价）	0.09	0.09	0.10	0.11	0.09	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15	0.15	0.16	0.19
yoy		6.91%	11.68%	5.33%	-18.20%	0.72%	16.38%	9.19%	6.95%	2.97%	11.44%	6.96%	3.08%	5.81%	16.28%
东欧（市场规模）	603.7	631.5	653.1	638.1	495.8	488.0	538.6	552.2	558.3	543.3	575.1	596.8	602.3	640.6	727.0
yoy		4.60%	3.43%	-2.29%	-22.30%	-1.58%	10.38%	2.53%	1.09%	-2.68%	5.84%	3.78%	0.93%	6.35%	13.50%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
拉丁美洲（量）	2,430.3	2,313.9	2,180.9	2,121.7	2,015.9	1,823.0	1,770.2	1,707.6	1,680.6	1,617.5	1,657.7	1,738.4	1,762.0	1,736.9	1,697.3
yoy		-4.79%	-5.75%	-2.71%	-4.99%	-9.57%	-2.89%	-3.54%	-1.58%	-3.75%	2.49%	4.87%	1.36%	-1.43%	-2.28%
拉丁美洲（价）	0.12	0.12	0.13	0.13	0.12	0.13	0.14	0.13	0.12	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16
yoy		2.50%	4.91%	0.07%	-5.40%	4.13%	9.32%	-3.33%	-6.28%	-10.14%	5.95%	9.45%	9.41%	2.97%	8.81%
拉丁美洲（市场规模）	286.9	280.0	276.9	269.5	242.3	228.1	242.2	225.8	208.3	180.2	195.6	224.5	249.0	252.7	268.7
yoy		-2.41%	-1.12%	-2.65%	-10.12%	-5.83%	6.16%	-6.75%	-7.76%	-13.51%	8.59%	14.78%	10.89%	1.50%	6.33%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中东&非洲（量）	4,470.4	4,620.4	4,736.1	4,827.0	4,947.4	5,113.8	5,137.8	5,232.4	5,317.3	5,331.4	5,500.7	5,486.9	5,419.4	5,521.7	5,643.2
yoy		3.36%	2.50%	1.92%	2.49%	3.36%	0.47%	1.84%	1.62%	0.26%	3.18%	-0.25%	-1.23%	1.89%	2.20%
中东&非洲（价）	0.07	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.08	0.08	0.09	0.09	0.09	0.09
yoy		7.79%	-5.23%	0.54%	-0.90%	-4.25%	-0.30%	2.97%	3.19%	6.43%	6.56%	6.32%	0.75%	0.96%	3.25%
中东&非洲（市场规模）	320.3	356.8	346.6	355.2	360.8	357.1	357.7	375.1	393.3	419.7	461.5	489.4	487.0	500.9	528.6
yoy		11.41%	-2.86%	2.47%	1.57%	-1.03%	0.17%	4.86%	4.87%	6.71%	9.95%	6.05%	-0.49%	2.87%	5.52%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
北美（量）	3,314.2	3,237.1	3,101.5	2,994.8	2,980.2	2,901.7	2,785.1	2,652.2	2,484.4	2,478.8	2,337.5	2,121.4	1,918.6	1,728.9	1,554.8
yoy		-2.33%	-4.19%	-3.44%	-0.49%	-2.63%	-4.02%	-4.77%	-6.33%	-0.22%	-5.70%	-9.25%	-9.56%	-9.89%	-10.07%
北美（价）	0.27	0.28	0.29	0.29	0.30	0.31	0.32	0.34	0.36	0.37	0.40	0.44	0.47	0.49	0.52
yoy		3.68%	3.45%	2.07%	1.24%	3.65%	3.93%	6.71%	5.01%	4.19%	7.79%	8.22%	7.09%	5.46%	5.15%
北美（市场规模）	889.3	900.6	892.6	879.7	886.3	894.4	892.2	906.6	891.8	927.1	942.4	925.5	896.4	851.9	805.6
yoy		1.27%	-0.88%	-1.45%	0.74%	0.92%	-0.24%	1.61%	-1.63%	3.95%	1.65%	-1.79%	-3.15%	-4.96%	-5.44%
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
西欧（量）	5,498.5	5,260.0	4,941.8	4,868.7	4,897.5	4,842.3	4,734.9	4,707.4	4,629.7	4,495.7	4,508.0	4,301.1	4,367.1	4,400.2	4,379.7
yoy		-4.34%	-6.05%	-1.48%	0.59%	-1.13%	-2.22%	-0.58%	-1.65%	-2.89%	0.27%	-4.59%	1.53%	0.76%	-0.47%
西欧（价）	0.31	0.30	0.33	0.34	0.29	0.29	0.29	0.30	0.29	0.31	0.32	0.29	0.31	0.31	0.33
yoy		-1.23%	8.05%	2.04%	-14.22%	-0.93%	2.07%	2.07%	-2.12%	5.10%	4.44%	-8.16%	4.36%	2.81%	5.45%
西欧（市场规模）	1,694.8	1,601.4	1,625.5	1,634.2	1,410.1	1,381.2	1,378.6	1,399.0	1,346.7	1,374.4	1,439.3	1,261.2	1,336.4	1,384.3	1,453.0
yoy		-5.51%	1.51%	0.53%	-13.71%	-2.04%	-0.19%	1.48%	-3.73%	2.05%	4.73%	-12.38%	5.96%	3.59%	4.96%

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

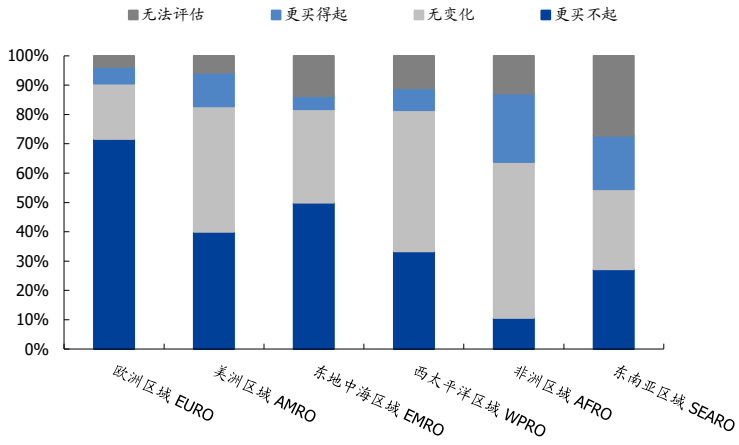
价格变化对销量压制的核心在于可负担性。根据 WHO，卷烟可负担性为购买 100 包卷烟需要花掉人均 GDP 的百分比，若烟价跑赢人均 GDP 增速、可负担性下降，放大销量挤出效应。在发达成熟地区，可负担性下降为常态、新兴市场则相反。2008-2016 年成功降低卷烟可负担性（更买不起）的国家占比中，高收入地区为 70%、中等收入为 33%、低收入仅为 16%。因此，亚太、中东&非洲等新兴市场提税提价大多被收入增长所稀释，卷烟可负担性不降反升，销量得以维持平稳甚至增长。

图 21：2008-2016 年分收入等级烟草可负担性变化



资料来源：约翰霍普金斯大学彭博公共卫生学院，信达证券研发中心

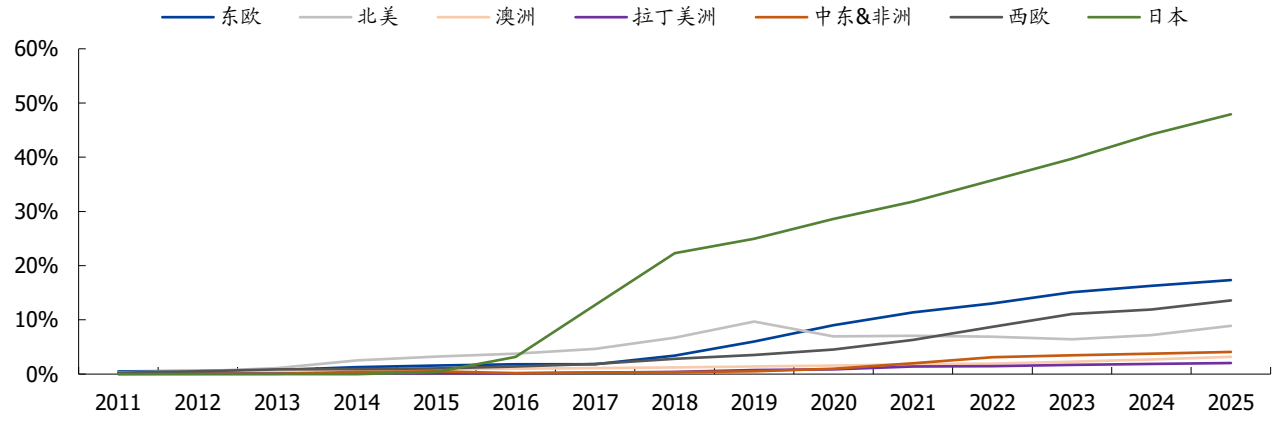
图 22：2008-2016 年分地区烟草可负担性变化



资料来源：约翰霍普金斯大学彭博公共卫生学院，信达证券研发中心

新型烟草加速抢占卷烟市场。除澳洲外，欧洲/北美卷烟销量幅度下滑显著（其中西欧提价幅度全球最低），我们认为除价格导致可负担性降低、新型烟草抢占份额为主要因素。2011-2025 年，东欧、西欧、北美新型烟草渗透率（雾化/HNB/尼古丁袋占整体烟草市场比例）从接近零分别逐步提升至 18.7%、14.6%、11.1%。在亚太市场中，日本表现更为突出，2011-2025 年卷烟价格提升 26.9%（低于西欧外所有地区），但是销量下滑 59.7%（高于澳洲外所有地区），同期新型烟草渗透率从零增至 47.9%。

图 23：新型烟草渗透率（雾化/HNB/尼古丁袋合计占整体烟草市场比例）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

2.3 新兴市场人口红利，成长机遇明确

人口红利保障烟民基本盘。根据联合国《世界人口展望 2024》，世界人口预计在 2080 年代中叶达峰约 103 亿，但结构分化剧烈，未来人口增量将主要集中在东南亚、非洲等新兴国家，其中 1）63 个人口已达峰的国家&地区，占世界人口 28%，含中国、德国、日本、俄罗斯，未来 30 年人口合计将下降 14%；2）48 个国家&地区占世界人口 10%，人口峰值预计在 2025-2054 年间，含巴西、伊朗伊斯兰共和国、土耳其和越南等，未来 30 年人口合计将增长 5.3%；3）其余 126 个国家&地区人口峰值将超 2054 年，包括印度、印尼、尼日利亚、巴基斯坦等。新兴市场人口红利有望直接转换为烟民数量，根据 WHO 预测，非洲/东地中海区是全球唯二未来五年烟民数量有望增加的区域，2025-2030 年将分别+4.6%/+6.0%。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 24：全球不同国家到达人口峰值时间

峰值时间范围	国家/地区
2024年前已达峰	【撒哈拉以南非洲】毛里求斯、圣赫勒拿； 【北非和西亚】亚美尼亚、格鲁吉亚； 【东亚和东南亚】中国、中国香港特别行政区、中国台湾省、日本、大韩民国、泰国； 【拉丁美洲和加勒比】古巴、库拉索、多米尼克、瓜德罗普、牙买加、马提尼克、蒙特塞拉特、波多黎各、圣基茨和尼维斯、圣马丁（法属）、圣文森特和格林纳丁斯、美属维尔京群岛、福克兰群岛（马尔维纳斯）、乌拉圭； 【大洋洲（不含澳大利亚和新西兰）】美属萨摩亚、库克群岛、马绍尔群岛、纽埃、北马里亚纳群岛、帕劳、瓦利斯和富图纳群岛； 【欧洲、北美、澳大利亚和新西兰】阿尔巴尼亚、奥地利、白俄罗斯、百慕大、波斯尼亚和黑塞哥维那、保加利亚、克罗地亚、捷克、爱沙尼亚、德国、希腊、格陵兰、匈牙利、马恩岛、意大利、科索沃、拉脱维亚、立陶宛、黑山、北马其顿、波兰、葡萄牙、摩尔多瓦共和国、罗马尼亚、俄罗斯联邦、圣皮埃尔和密克隆、圣马力诺、塞尔维亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、乌克兰
2025-2054年间达峰	【撒哈拉以南非洲】佛得角、留尼汪、塞舌尔； 【北非和西亚】阿塞拜疆、塞浦路斯、突尼斯、土耳其； 【中亚和南亚】不丹、伊朗（伊斯兰共和国）、斯里兰卡； 【东亚和东南亚】中国澳门特别行政区、朝鲜民主主义人民共和国、缅甸、新加坡、越南； 【拉丁美洲和加勒比】安圭拉、安提瓜和巴布达、阿根廷、阿鲁巴、巴哈马、巴巴多斯、博奈尔、圣尤斯特歇斯和萨巴、巴西、英属维尔京群岛、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、萨尔瓦多、格林纳达、圣巴泰勒米、圣卢西亚、圣马丁（荷属）、特立尼达和多巴哥、特克斯和凯科斯群岛； 【大洋洲（不含澳大利亚和新西兰）】斐济、法属波利尼西亚； 【欧洲、北美、澳大利亚和新西兰】安道尔、比利时、丹麦、芬兰、根西岛、冰岛、爱尔兰、泽西岛、马耳他、荷兰、挪威、瑞士
2054年后仍持续增长	【撒哈拉以南非洲】安哥拉、贝宁、博茨瓦纳、布基纳法索、布隆迪、喀麦隆、中非共和国、乍得、科摩罗、刚果、科特迪瓦、刚果民主共和国、吉布提、赤道几内亚、厄立特里亚、斯威士兰、埃塞俄比亚、加蓬、冈比亚、加纳、几内亚、几内亚比绍、肯尼亚、莱索托、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马里、毛里塔尼亚、马约特、莫桑比克、纳米比亚、尼日尔、尼日利亚、卢旺达、圣多美和普林西比、塞内加尔、塞拉利昂、索马里、南非、南苏丹、多哥、乌干达、坦桑尼亚联合共和国、赞比亚、津巴布韦； 【北非和西亚】阿尔及利亚、巴林、埃及、伊拉克、以色列、约旦、科威特、黎巴嫩、利比亚、摩洛哥、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯、巴勒斯坦国、苏丹、阿拉伯叙利亚共和国、阿拉伯联合酋长国、西撒哈拉、也门； 【中亚和南亚】阿富汗、孟加拉国、印度、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、马尔代夫、尼泊尔、巴基斯坦、塔吉克斯坦、土库曼斯坦、乌兹别克斯坦； 【东亚和东南亚】文莱达鲁萨兰国、柬埔寨、印度尼西亚、老挝人民民主共和国、马来西亚、蒙古、菲律宾、东帝汶； 【拉丁美洲和加勒比】伯利兹、玻利维亚（多民族国）、开曼群岛、多米尼加共和国、厄瓜多尔、法属圭亚那、危地马拉、圭亚那、海地、洪都拉斯、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、苏里南、委内瑞拉（玻利瓦尔共和国）； 【大洋洲（不含澳大利亚和新西兰）】关岛、基里巴斯、密克罗尼西亚联邦、瑙鲁、新喀里多尼亚、巴布亚新几内亚、萨摩亚、所罗门群岛、托克劳、汤加、图瓦卢、瓦努阿图； 【欧洲、北美、澳大利亚和新西兰】澳大利亚、加拿大、法罗群岛、法国、直布罗陀、圣座、列支敦士登、卢森堡、摩纳哥、新西兰、瑞典、英国、美国

资料来源：联合国，信达证券研发中心

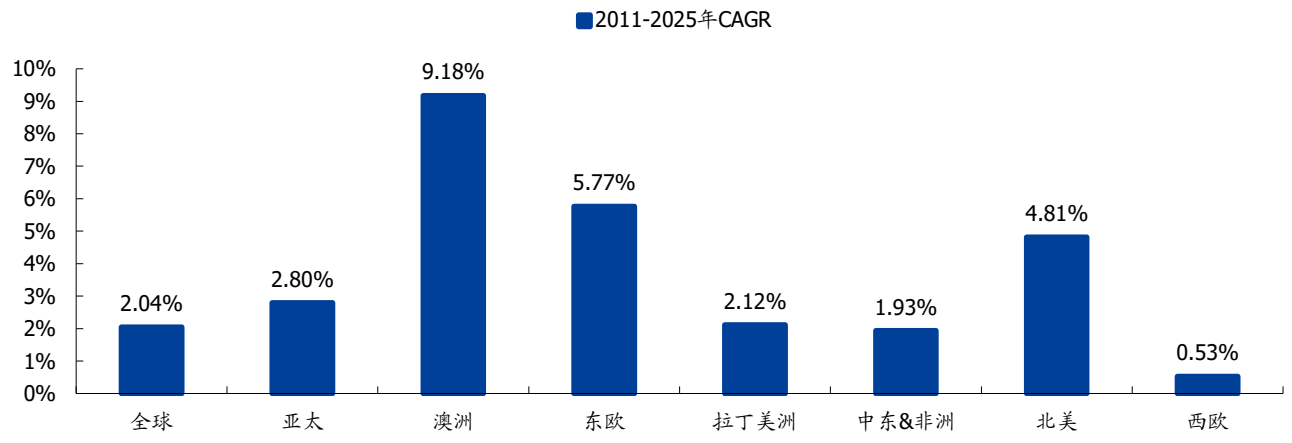
可负担性仍有望增加。根据 IMF 26 年 4 月预测，新兴和发展中亚洲、中东&中亚、非洲等新兴市场在 26、27 年 GDP 增速明显领先全球（普遍在 4%+）；同时对比 2011-2025 年卷烟均价 CAGR，亚太市场为 2.8%、中东&非洲为 1.9%，在政策无巨大变化前提下，新兴市场卷烟可负担性未来预计仍将持续提升，价格增长对卷烟销量影响将有限。

图 25：不同地区&经济体 GDP 增速（%，24-27 年）

分区域	2024	2025	2026E	2027E
全球	3.5	3.5	3.0	3.4
发达经济体	1.9	1.9	1.7	1.8
新兴和发展中亚洲	5.5	5.6	5.0	4.8
新兴和发展中欧洲	3.8	2.0	1.9	2.1
拉丁美洲和加勒比地区	2.4	2.4	2.4	2.7
中东和中亚	3.1	3.7	0.7	6.5
撒哈拉以南非洲	4.2	4.5	4.3	4.5
分经济体	2024	2025	2026	2027
欧盟	1.2	1.6	1.2	1.4
东盟五国 6/	4.8	4.5	4.1	4.3
中东和北非	2.7	3.3	0.5	7.3
新兴市场和中等收入经济体	4.5	4.4	3.7	4.4
低收入发展中国家	4.3	4.8	4.8	4.9

资料来源：IMF，信达证券研发中心

图 26：全球不同地区卷烟均价 CAGR



资料来源：联合国，信达证券研发中心

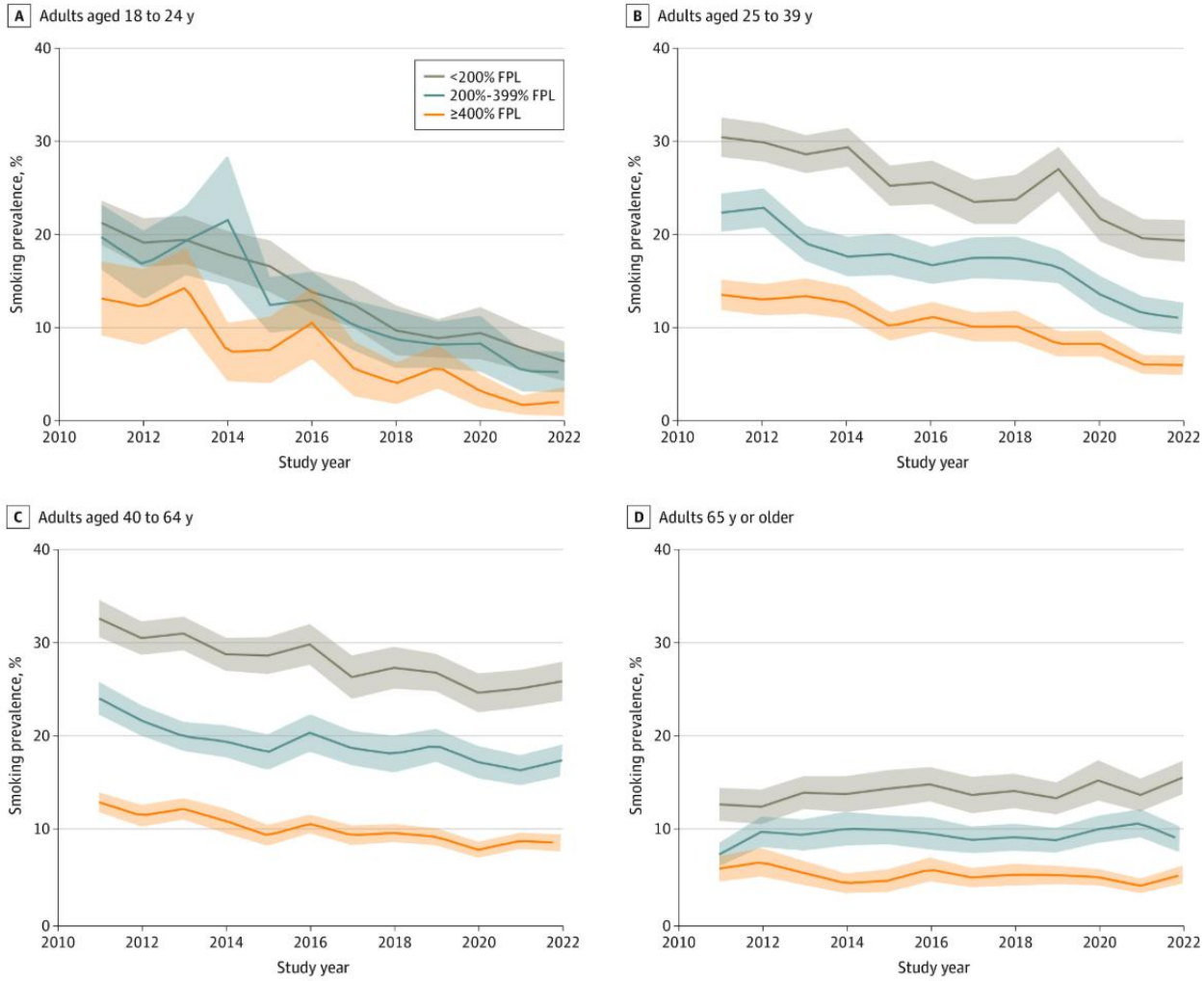
2.4 产品结构加速变化，迎合核心用户需求

2.4.1 消费人群年龄结构上移，年轻群体渗透率下降

年轻群体烟草渗透率在主要市场下滑。

1）美国：根据 CDC 全国青少年烟草调查，初高中学生任一烟草产品使用率从 2023 年 10.0%降至 2025 年 7.2%（其中 5.2%使用电子烟、2.6%使用可燃烟草、1.7%使用尼古丁袋），受禁烟宣传以及政策收缩影响烟草渗透率持续下滑，且年轻群体中新型烟草渗透率较卷烟明显占优。此外，在 18-24 岁成年人群中，美国吸烟率从 2011 年 19.2%下降至 2022 年 4.9%，但 65 岁以上人群吸烟率仍较坚挺、从 8.7%升至 9.4%。人口结构分化显著、且在各年龄段中高收入人群吸烟率均低于低收入人群。

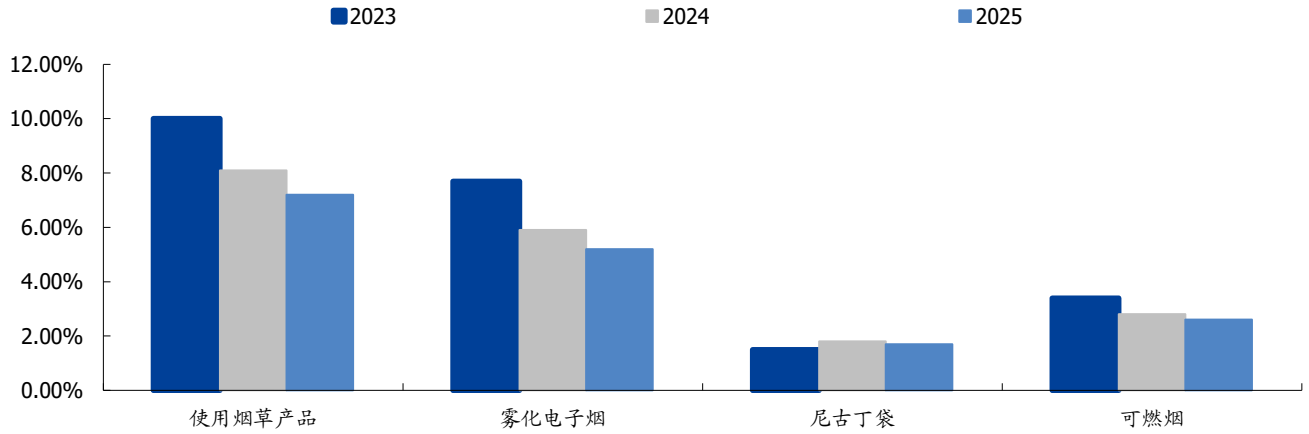
图 27：美国各年龄段吸烟率（橙色为高收入人群，蓝色为中等收入，灰色为低收入）



资料来源：JAMA Health Forum，信达证券研发中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 28：美国青少年吸烟率及品类变化



资料来源：CDC，信达证券研发中心

2）中国：根据《2024 中国成人烟草调查主要结果和发现》，我国 15 岁及以上人群吸烟率由 2010 年的 28.1%降至 2024 年的 23.2%（男性由 52.9%降至 43.9%），14 年累计下降 4.9pct，其中 25-64 岁中年群体为吸烟主力人群。根据中疾控《2021 年中学生烟草流行监测》，2021 年中学生尝试吸烟率 16.7%（较 19 年-1.2pct）、吸烟率为 4.7%（较 19 年-1.2pct），大学生吸烟率为 7.8%（18 年 15-24 岁人群吸烟率为 18.6%）。

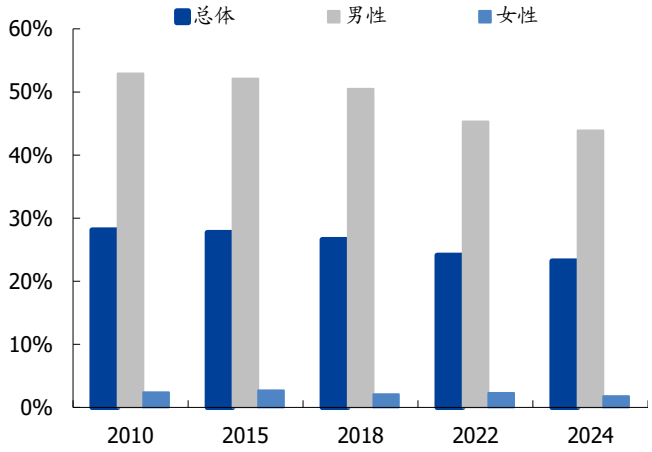
我们认为，由于控烟宣传、教育普及，卷烟消费的年龄中位数正在系统性上移，传统核心市场烟草逻辑在中国市场已逐步从拉新转为单客价值提升。烟草公司应通过以下策略正面应对行业周期性、结构性变化：

1）存量深耕、坚持创新：针对主要客群（男性，25-64 岁，每日吸烟量&吸烟率均更高），中支、爆珠、低焦油等创新形态可有效降低其健康焦虑与戒烟动机，延长其消费生命周期。但需警惕行业新品"高投放、低存活"的困境——大量新品停留在包装、滤嘴等表层调整，缺乏实质性价值突破，上市后存活周期短、动销率低。未来形态创新需转向真正的减害技术突破与消费体验升级，切实回应中年核心客群高满足感+低健康负担的复合需求。

2）重视年轻客群需求：我国年轻群体吸烟率呈逐代下降趋势，若年轻群体尼古丁需求完全流向非法市场或其他成瘾产品，行业将永久性失去这部分潜在客群。尽管目前我国新型烟草制品口味、形态尚不完善，但电子烟消费画像中年轻群体、高学历人群使用比例明显更高；海外成熟市场中年轻人新型烟草使用率亦远高于卷烟。烟草公司需加速新型烟草技术储备与合规产品布局，通过减害替代将年轻群体的需求锁定在自有产品体系内。

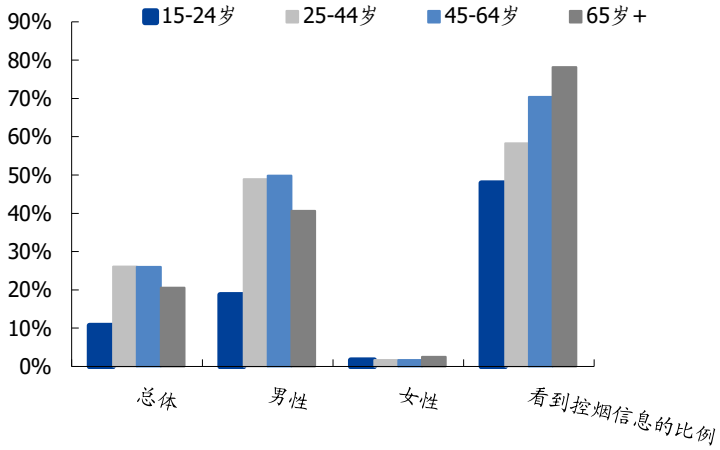
3）品牌重构，重视差异化营销：不同年龄层/性别对烟草品牌的情感连接逻辑截然不同，存量核心客群更看重品质、文化与身份认同，而潜在年轻客群则关注科技、个性与潮流表达。当前行业品牌价值体系对存量客群，传统送礼硬通货叙事随收入水平提升而失效；对年轻客群，缺乏能够引发共鸣的品牌故事。新品若仅停留在名字、包装等表层调整，未能创造新的情绪价值。

图 29：中国分性别吸烟率变化



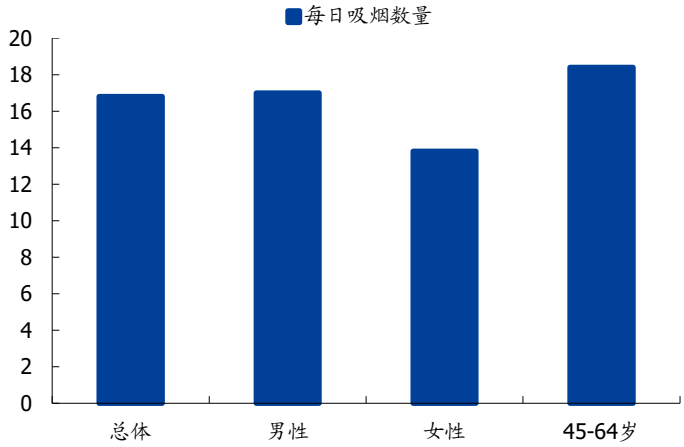
资料来源：《2024 中国成人烟草调查主要结果和发现》，信达证券研发中心

图 30：中国分年龄吸烟率以及控烟教育覆盖率



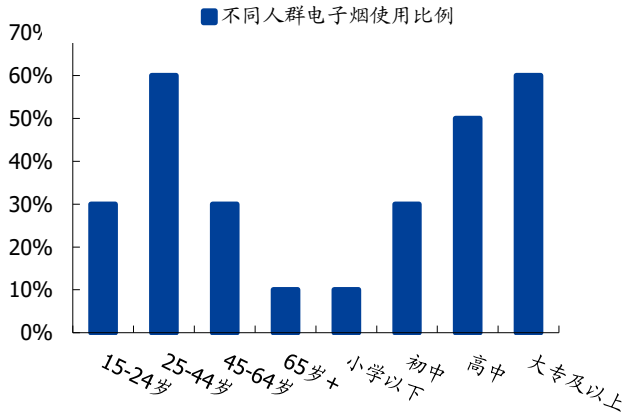
资料来源：《2024 中国成人烟草调查主要结果和发现》，信达证券研发中心

图 31：中国不同群体单日吸烟量



资料来源：中疾控，信达证券研发中心

图 32：中国不同人群电子烟使用比例



资料来源：《2024 中国成人烟草调查主要结果和发现》，信达证券研发中心

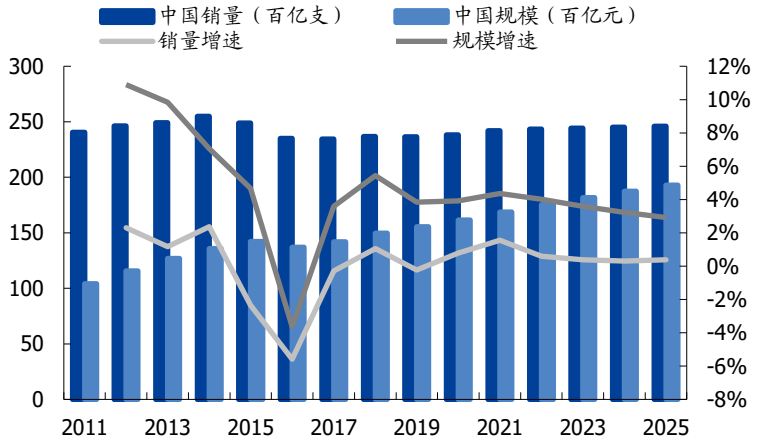
2.4.2 中高端产品占比提升，创新产品破局

我国卷烟销量整体平稳，产品结构优化助力行业规模扩张。2011-2025 年我国卷烟整体市场规模从 1.04 万亿元增至 1.93 万亿元（CAGR 为 4.5%），其中销量/均价 CAGR 分别为 0.2%/4.3%，价增为推动市场发展核心因素。在此期间，除 2015 年我国系统性上调烟价外，我们认为价增驱动主要受益于产品结构优化，其中高端卷烟销量占比从 16.2%提升至 22.4%，中端卷烟从 40.0%提升至 62.7%。

价格结构变化加速演绎，中高端&创新产品承接更多需求。根据中肯烟草，24 年前 11 月高价位卷烟（超 80 元/包）商业销量多年来首度出现下降，高端卷烟（30-80 元/包）仍保持增长但增量仅为上年同期一半，普一类卷烟（18-30 元/包）消费增量接近百万箱、成为行业发展的中流砥柱，二类（6-18 元）剔除云烟扩量后已开始下降。分化的宏观背景是消费环境走弱、消费者性价比敏感度上升。我们认为，**高价位烟**需求与商务礼赠场景高度绑定，在控烟收紧、消费分级与廉政约束下难以回到高速扩容轨道，预计后续以存量维护为主。但中高端市场（30-80 元）仍有结构性空间，增长动能正从价格上探转向品类承接，细支、爆珠等创新产品以更低客单价承接了原有升级需求（高端细支 2024 年销量保持双位数增长，成为高端价位带内最具韧性的细分场景）。

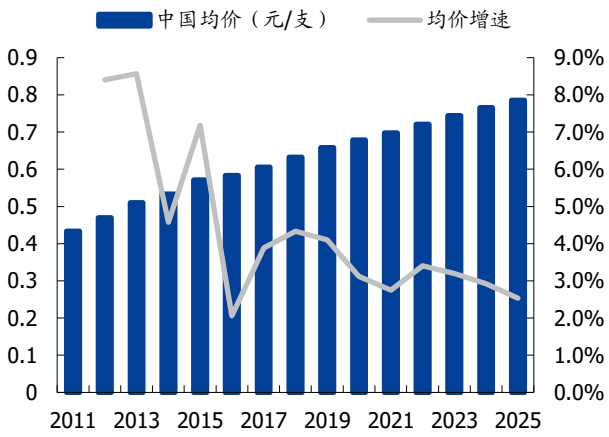
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 33：中国卷烟销量&市场规模



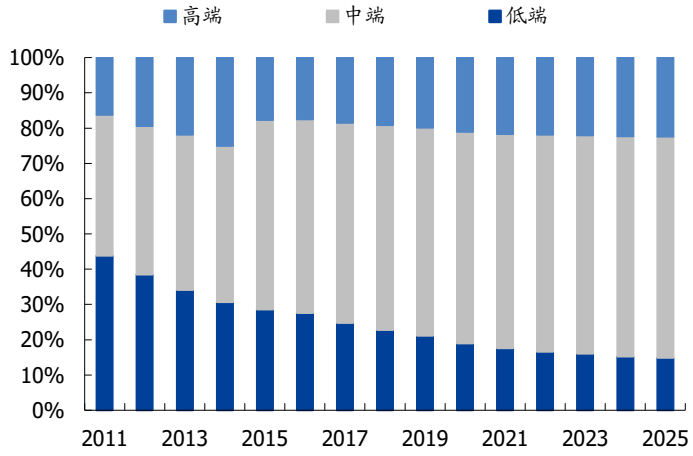
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 34：中国卷烟均价



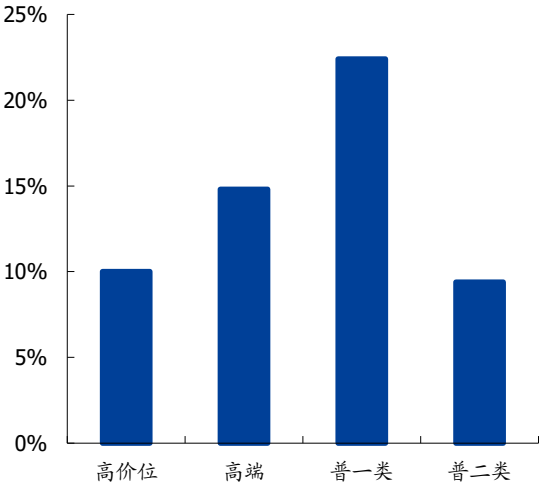
资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 35：中国卷烟价格带占比（三档价格分别为≤10 元、10-30 元间，≥30 元）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

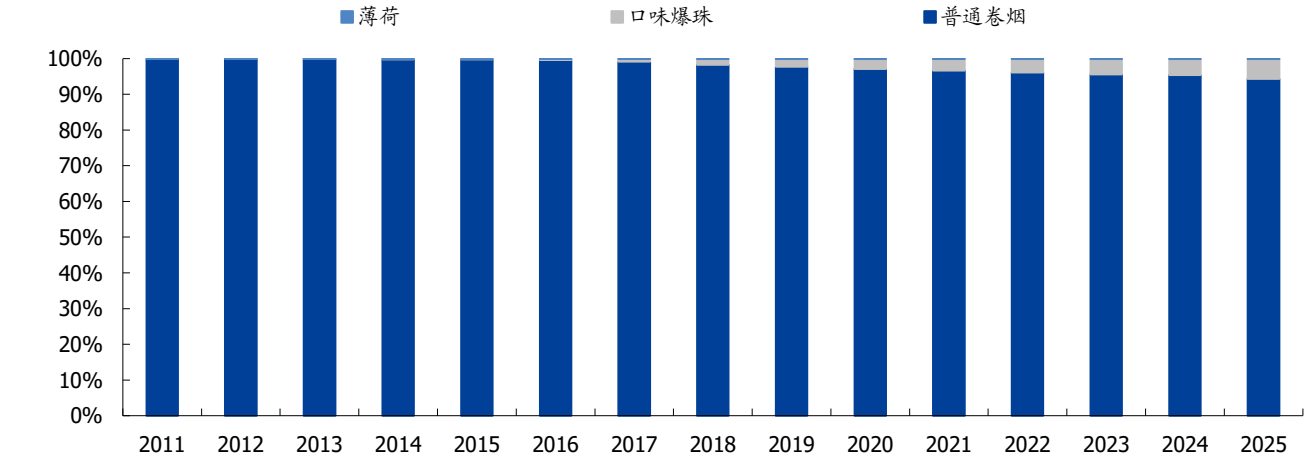
图 36：2024 年不同价格带细烟增速



资料来源：TobaccoChina，信达证券研发中心

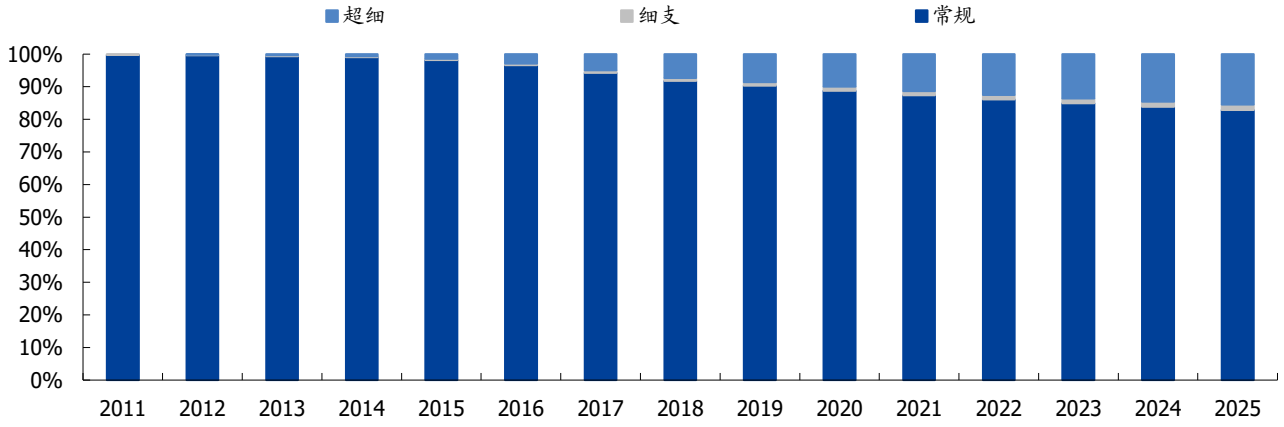
创新产品占比提升。2011-2025 年我国卷烟市场中，爆珠/薄荷等风味烟草销量占比从 0 提至 5.7%（且增幅加速，25 年提升 1.1pct），细支（含超细）占比从 0.2%提升至 17.1%。创新产品占比提升核心逻辑是存量卷烟升级替代。

图 37：中国卷烟口味占比变化



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

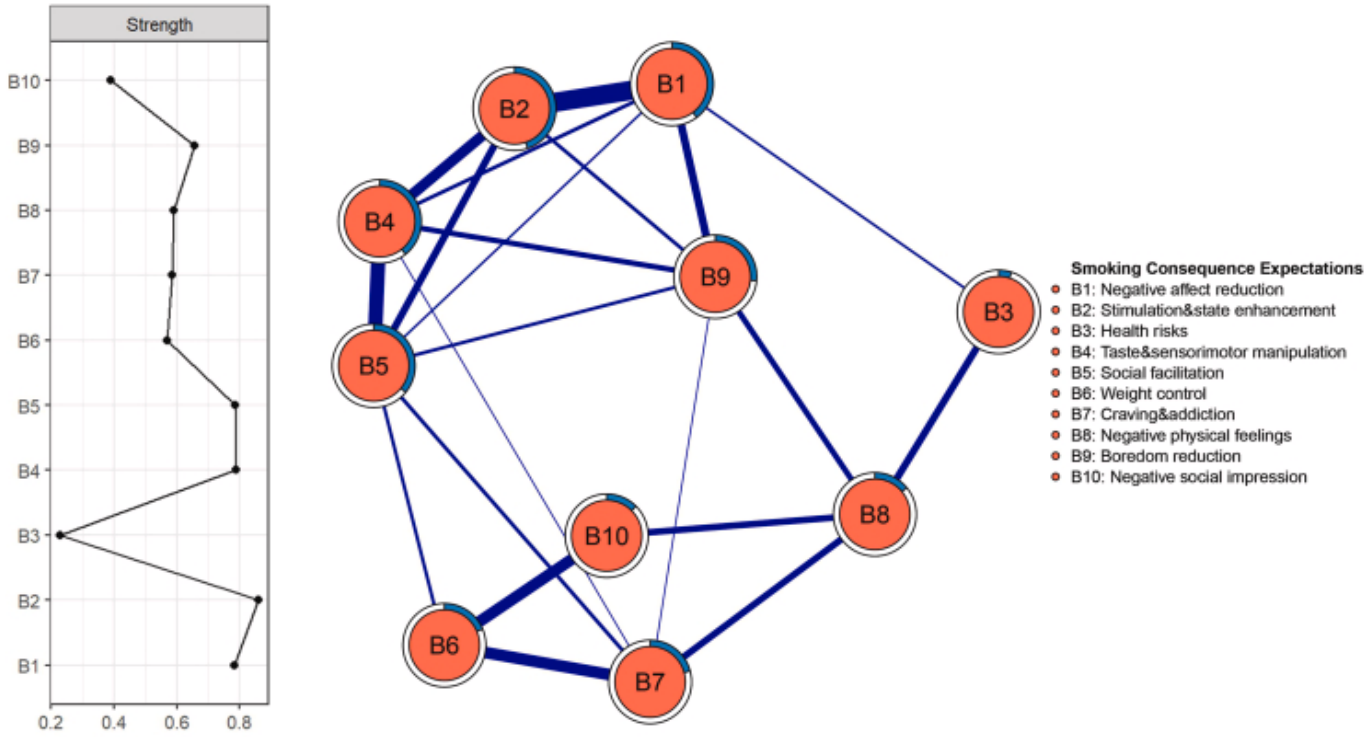
图 38：中国卷烟规格占比变化



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

礼赠：创新品类可作为礼赠场景的升级载体。根据赵艺欣《从网络视角解析中国社会烟草文化与吸烟者结果预期的复杂关联》，97%的吸烟者曾与他人分享卷烟、90%曾收受他人赠送的卷烟，对送烟习俗持负面看法的吸烟者不足 10%。根据其抽样调查显示，烟民核心吸烟诉求为：1）提神，2）味道好（感官享受），3）利于社交、缓解情绪。爆珠与细支的新奇感&优质体验强化其自身礼赠价值。

图 39：中国烟民吸烟结果心理预期以及各类诉求网络结构&强度（左图为诉求强度，右图为关联关系）



资料来源：赵艺欣《从网络视角解析中国社会烟草文化与吸烟者结果预期的复杂关联》，信达证券研发中心

体验：使用感受优化，助力拓新。爆珠烟在全球被一致感知为口感更好、对喉咙更顺滑、吸食更有趣，雷诺烟草研究表明，爆珠烟可击中五种感官中的四种、比普通卷烟更具吸引力，因此较传统卷烟更具吸引力。此外，爆珠使用率全球范围内，在女性、年轻人、高教育背景、轻量烟民（均为卷烟市场扩新目标客群）等群体中使用率明显更高。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 40：爆珠烟在不同国家不同群体中使用程度（表中 1 为定量，其余数字为控制变量下比值，大于 1 意味更多）

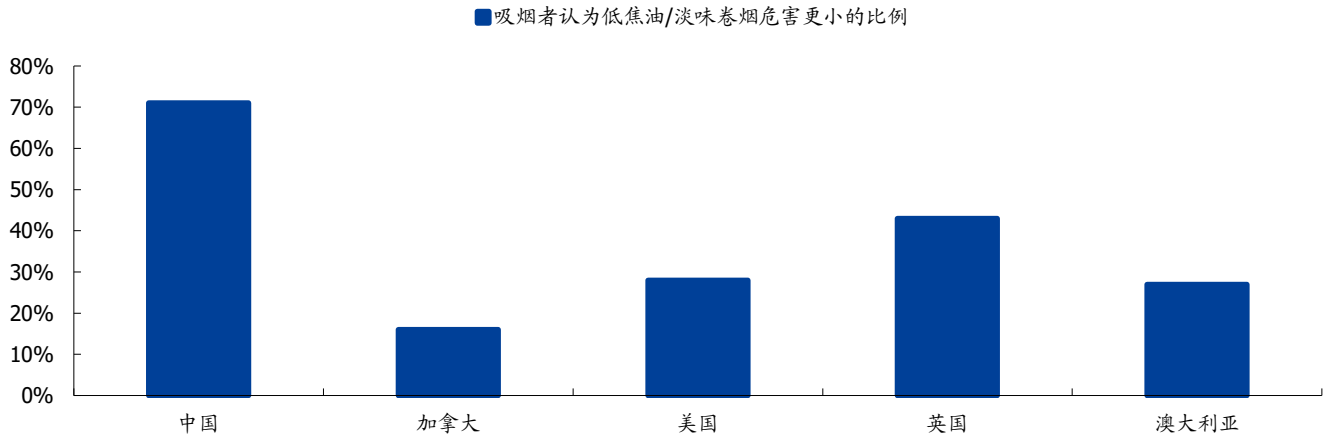
国家	巴西	日本	韩国	马来西亚	墨西哥
抽样数量	1215	2876	3765	1104	1331
男性	1	1	1	1	1
女性	1.41	1.79	1.03	1.39	3.18
55+岁	1	1	1	1	1
18-24岁	1.69	0.29	16.69	3.43	3.1
25-39岁	1.89	1.55	4.61	4.25	2.13
40-54岁	0.94	1.18	2.38	3.19	1.37
低教育	1	1	1	1	1
中等教育	1.28	3.44	0.74	0.82	1.72
高教育	2.37	4.04	1.2	1.27	2.38
每日吸烟	1	1	1	1	1
非每日吸烟	1.68	1.43	1.76	0.96	0.91

资料来源：《Prevalence and perceptions of flavour capsule cigarettes among adults who smoke in Brazil, Japan, Republic of Korea, Malaysia and Mexico》，信达证券研发中心

健康：减害感知更深刻。根据葛畅《细支与常规卷烟主流烟气常规指标及中性致香成分对比分析》，细支卷烟 TPM、烟碱、焦油、CO、水分、单口烟碱、单口焦油以及各中性致香成分的分析结果均低于常规卷烟。细支/低焦油产品因此携带减害标签，且中国消费者感知更强。ITC 中国调查显示 71%的吸烟者认为低焦油/淡味卷烟危害更小，为 20 多个 ITC 国家中最高（加拿大 16%、美国 28%、英国 43%、澳大利亚 27%）；中国成人烟草调查更显示，仅 10%的吸烟者知道低焦油烟与普通卷烟危害相同。

创新烟发展仍有望持续，自用体验升级为核心方向。我们认为卷烟产品升级的逻辑在未来仍将延续，但核心动能持续性并不相同，总结来看 1）自用舒适（体验感提升）复购逻辑最强，2）减害感知有望延续、但政策或有纠偏风险，3）新奇礼赠伴随普及程度提升&政治敏感、持续性或最弱。因此，口感顺滑是产品复购的底层逻辑，未来我国卷烟产品创新探索仍需围绕在合规范围下（主要考虑口味合规收紧）自用体验提升方面。

图 41：不同地区吸烟者认为低焦油/淡味卷烟危害更小的比例



资料来源：ITC，信达证券研发中心

以南京煊赫门为例，其通过产品+品牌情绪创新成功开辟增量空间。炫赫门上市于2010年，细支规格、低焦油定位切入市场，率先将细支烟从女性烟的刻板印象中解放，赋予时尚、清爽新认知。其核心竞争力更在于甜味滤嘴的创新——采用奥地利新型接装纸，滤嘴内置天然植物甜味颗粒（食品级甜蜜素微粒），通过微孔缓释技术实现前调清甜、中段本香浮现、尾调焦糖回甘的层次体验。此设计大幅降低新手尝试门槛，烟气细腻顺滑、击喉感弱，对年轻消费者及女性尤为友好。配合“抽烟只抽炫赫门，一生只爱一个人”的情感营销，将浪漫情感深度绑定，成功触达年轻消费群体。炫赫门销量从上市初期的数万箱，一路攀升至2016年全国38.55万箱、2018年实现商业销售69.7万箱，位列细支烟全国第1位、总销全国第9位，占全国细支烟份额达20.1%。炫赫门崛起证明通过形态创新（细支+低焦油）+味觉创新（甜味滤嘴）+情感叙事（爱情IP）的三重组合，完全可以在传统卷烟红海市场中开辟面向年轻客群的增量空间。

图 42：新媒体时代网友自发宣传



资料来源：小红书，信达证券研发中心

2.5 卷烟支撑财税，十五五指引下品牌份额有望加速提升

量稳、税增，烟草为我国财政重要支柱。2018-2025年，我国卷烟销量从236.88百亿支增长至245.88百亿支（CAGR为0.53%），工商税利总额从115.56百亿元增长至165.70百亿元（CAGR为5.28%），行业上缴国家财政实际金额从100.01百亿元增长至158.00百亿元（CAGR为6.75%），占国家财政收入比例从5.45%提升至7.31%。其中，2023-2025年税利总额增速略有回落（5.6%→5.0%→3.5%），主要受控烟政策&教育影响导致吸烟人数持续减少（从2.90亿人降至2.69亿人，CAGR为-1.11%），但1）产品&品牌升级驱动均价提升，以及2）数字化&绿色低碳转型降本，整体行业仍保障税利总额平稳提升，且缴纳财政总额占我国财政收入比例稳步上行。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 43：中国卷烟销量/利税/烟民梳理（百亿支/百亿元/亿人）

年份	卷烟销量	同比	卷烟均价	同比	烟民人数	同比	烟民使用量	工商税利总额	同比	缴纳财政总额	同比	缴纳财政总额占国家收入比例
2018	236.88	1.06%	0.63	4.33%	2.90	-0.39%	8155.11	115.56	3.69%	100.01	3.37%	5.45%
2019	236.31	-0.24%	0.66	4.10%	2.88	-0.87%	8207.06	120.56	4.30%	117.70	17.70%	6.18%
2020	238.15	0.78%	0.68	3.12%	2.85	-0.92%	8348.16	128.03	6.20%	120.37	2.30%	6.58%
2021	241.87	1.56%	0.70	2.75%	2.82	-1.03%	8567.03	135.81	6.08%	124.42	3.36%	6.14%
2022	243.29	0.59%	0.72	3.40%	2.79	-1.14%	8717.04	144.13	6.12%	144.16	15.86%	7.08%
2023	244.22	0.38%	0.74	3.20%	2.76	-1.06%	8844.15	152.17	5.60%	150.28	4.30%	6.93%
2024	244.95	0.30%	0.77	2.92%	2.72	-1.45%	9001.47	160.08	5.00%	154.46	2.80%	7.03%
2025	245.88	0.38%	0.78	2.53%	2.69	-1.29%	9153.19	165.70	3.50%	158.00	2.30%	7.31%

资料来源：新华网、中国烟草、欧睿，信达证券研发中心

未来发展主线展望，大市场、大品牌、数字化。

统一大市场地位升级。2026 年全国烟草工作会议提出，纵深推进全国统一烟草大市场建设（25 年为加快完善，且历次会议中大市场通常与大品牌/大企业战略同句出现），措辞的升级意味重要性提升。对烟草行业而言，国家文件的上述条款直指其长期存在的省际市场分割问题。我们认为，面临行业销量顶部震荡，任何品牌的增量都只能来自存量再分配，省内分割市场结构会成为头部品牌继续做大的最大制度障碍。因此，十五五期间通过拆除非必要的省际摩擦，让品牌竞争在更大的场域内展开、资源向高效率品牌集聚，促使市场渠道重构为产品加速升级创造前提。

大品牌战略推进。2017 年全国烟草工作会议将“大市场、大企业、大品牌”发展战略重新表述为“大品牌、大市场、大企业”，实际上是行业对于战略认识的再提升。大品牌是行业发展的关键，建设大市场的目的在于发展大品牌，做强大企业的依托也是大品牌。全国卷烟制造企业数量从 2002 年末的 183 家减少至 2014 年末的 56 家。2001 年至 2015 年，全国卷烟品牌数量从 1183 个减少到 83 个；2014 年 28 个全国性卷烟重点骨干品牌销量超过 4230 万箱、占比高达 82.96%。参考海外成熟市场情况，西欧/东欧/北美卷烟品牌 CR10 均超 50%，且 16-25 年处于逐年提升趋势。未来我国渠道资源持续向头部品牌倾斜，我们预计市场集中度仍将保持稳步提升趋势。

数字化转型成果初显。数字化转型在 2026 年会议中的定位发生了关键位移，一体化平台被定性为十四五标志性成果——全国烟草生产经营管理一体化平台全面建成，而面向十五五的表述升级为：推动数字经济与烟草产业融合发展，并列入“着力建强建优现代烟草产业体系”的四项子句之一。从建平台到促融合的措辞变化，标志着数字化从项目建设期进入价值释放期。

总结来看，统一大市场是渠道流通的重构、打破省际分割，让品牌竞争在全国统一规则下展开；品牌集中化是供给结构的升级，通过共育品规、资源向头部大品规集中。数字化则是基础设施的贯通，提供技术底座。三者互为前提，核心指出以更大的统一市场养活更大的品牌，以更强的品牌支撑以质换量，助力烟草行业平稳贯穿经济周期。

图 44：东欧/西欧/北美市场卷烟份额

西欧	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Marlboro	18.2	18.1	18.1	18.2	18.1	18.7	19.0	19.1	19.8	20.0
Winston	6.8	6.9	7.2	7.7	8.5	9.9	11.0	11.4	11.9	12.6
Camel	6.5	6.9	6.9	7.0	6.4	7.4	8.0	8.0	8.0	8.0
Parliament	2.6	2.6	2.9	2.9	2.8	4.1	5.3	6.2	7.1	7.9
Kent	1.4	1.8	2.7	3.2	3.3	3.8	3.9	4.6	5.2	6.1
Chesterfield	5.0	5.4	5.5	5.5	5.1	5.1	4.5	4.3	4.0	3.8
L&M	5.0	4.7	4.6	4.4	4.6	4.3	3.8	3.5	3.2	2.9
Lucky Strike	2.7	2.9	3.0	3.1	2.8	2.6	2.8	2.8	2.6	2.5
Benson & Hedges	1.9	1.9	1.9	2.0	1.9	1.9	1.8	2.4	2.4	2.4
John Player Special	3.2	3.2	3.1	3.0	2.9	2.8	2.7	2.5	2.3	2.3
CR10	53.3	54.4	55.9	57.0	56.4	60.6	62.8	64.8	66.5	68.5
东欧	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Winston	11.0	11.1	11.2	11.0	10.9	10.4	10.1	10.9	11.7	12.4
Camel	1.9	1.8	1.8	1.8	2.7	4.7	6.4	7.4	7.7	8.2
LD	5.5	5.6	5.9	6.5	7.2	7.9	7.6	7.6	7.3	6.9
Marlboro	4.5	4.8	5.0	5.1	5.0	5.0	5.2	5.2	5.2	5.1
L&M	4.4	3.9	4.1	4.3	4.2	4.1	4.2	4.4	4.7	4.5
Chesterfield	3.9	3.5	3.5	3.5	3.1	3.2	3.6	3.9	4.2	4.1
Philip Morris	0.7	3.4	3.8	4.0	4.2	4.0	3.8	3.8	4.3	4.0
Rothmans（俄国&白俄）	-	-	-	-	-	-	-	4.2	3.4	3.6
Bond Street	6.2	6.0	5.7	5.1	4.8	3.8	3.4	3.2	3.3	3.2
Rothmans（俄国&白俄外）	5.8	7.8	8.9	9.7	10.1	9.6	9.4	3.7	3.4	3.1
CR10	43.9	47.9	49.9	51.0	52.2	52.7	53.7	54.3	55.2	55.1
北美	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**
Marlboro	35.8	35.9	36.5	36.5	36.4	36.6	36.9	37.3	37.3	36.9
Newport	-	13.8	13.8	14.1	14.8	15.1	13.8	13.0	13.1	12.6
Camel	-	7.4	7.4	7.3	7.5	7.3	6.9	6.5	6.3	6.1
Pall Mall	0.5	7.4	7.3	7.3	6.8	6.3	5.6	5.5	5.2	4.9
Natural American Spirit	-	2.1	2.3	2.4	2.5	2.6	2.6	2.8	2.9	3.0
Montego	-	-	-	0.5	0.6	0.8	1.2	2.0	2.4	2.8
Maverick	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.9	2.2	2.3	2.3	2.3
Winston	2.2	2.2	2.2	2.0	2.0	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3
L&M	3.8	3.8	3.6	3.3	3.2	3.0	2.7	2.4	1.8	1.8
Kool	1.6	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8	1.7	1.8
CR10	45.5	75.8	76.5	76.7	77.1	77.3	75.9	75.8	75.3	74.5

资料来源：欧睿，信达证券研发中心

3 新型烟草：渗透率提升大势所趋，HNB 替烟逻辑较优

3.1 兼顾供需诉求，合则多方受益

对于烟民（需求端）：新型烟草解决健康顾虑。根据中疾控 2018 年中国成人烟草调查，过去 12 个月尝试戒烟者中，38.7%担心影响未来健康，26.6%已经患病，14.9%因家人反对，健康相关戒烟动机合计占比约 65%。新型烟草减害属性已被包括美国、英国、德国、韩国、日本在内的多国官方卫生机构认可。根据欧盟官方调查，2020 年 8-9 月 39%的 HNB 消费者（雾化为 37%，2019 年为 31%）使用原因为较卷烟更减害（第一大动因）。

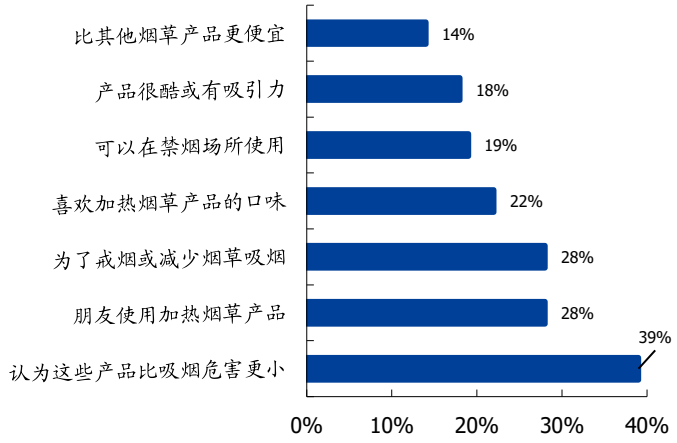
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 45：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显着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 烟草加热系统可显着减少身体对 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着降低，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%。

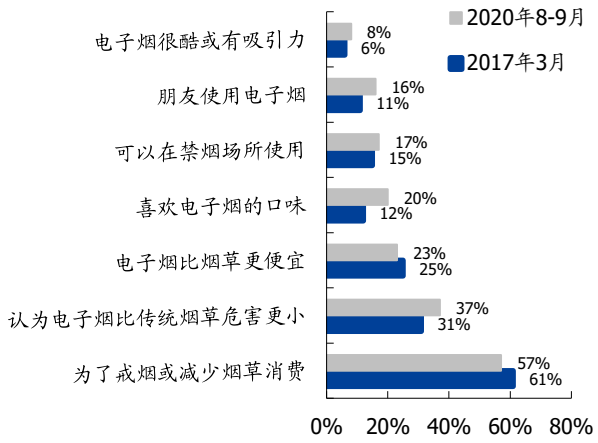
资料来源:PMI 官网，信达证券研发中心

图 46：HNB 消费者使用原因



资料来源：Special Eurobarometer 506，信达证券研发中心

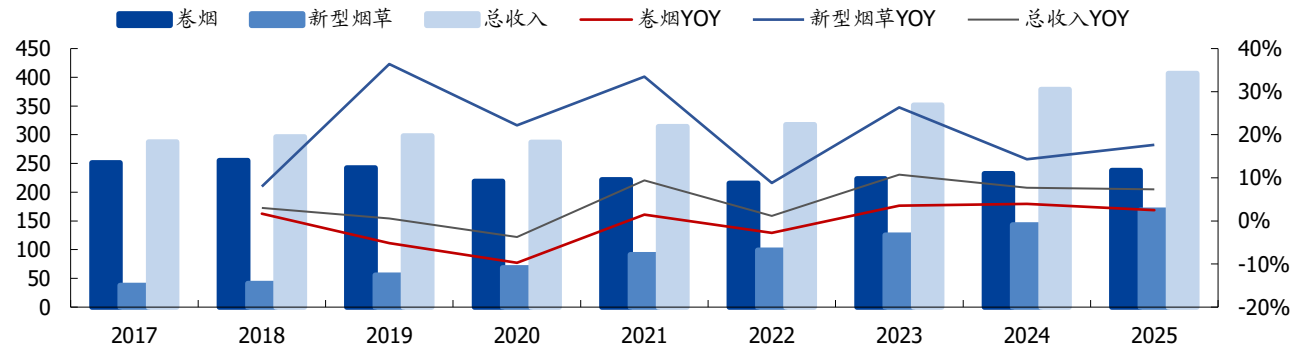
图 47：雾化电子烟消费者使用原因及历史对比



资料来源：Special Eurobarometer 506，信达证券研发中心

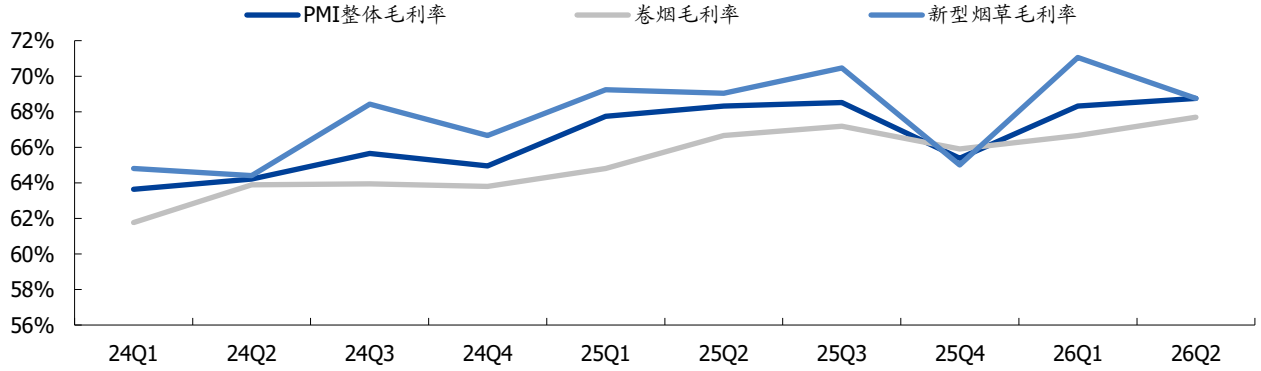
对于烟草公司（供给端）：新型烟草解决业绩焦虑。以菲莫为例，2017-2025 年卷烟收入从 251.07 亿美元减少至 237.94 亿美元（CAGR 为-0.7%），整体符合全球市场卷烟销量萎缩趋势；但是，同期公司总收入 CAGR 为 4.4%，主要系公司及时布局新型烟草、收入 CAGR 高达 20.5%，占比已从 13.2%提升至 41.5%。此外，菲莫新型烟草毛利率整体高于卷烟，推动公司盈利结构改善。

图 48：菲莫国际收入拆分（亿美元）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图 49：菲莫国际分业务毛利率对比



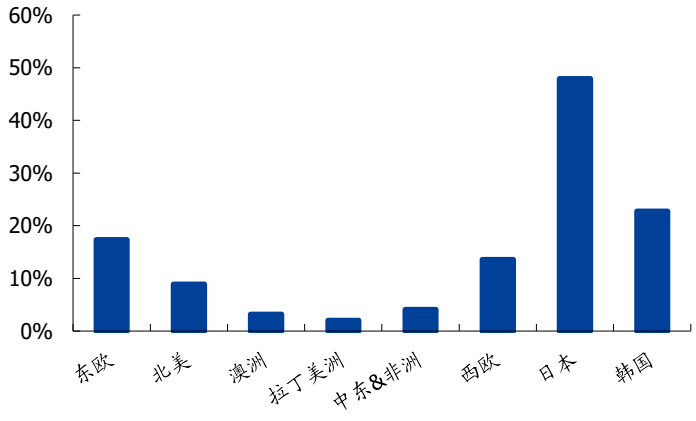
资料来源：PMI 官网，信达证券研发中心

供需双旺，倒逼企业加速转型。伴随联合国主导的禁烟教育普及，全球烟民迫切需要减害新品；同时，海外龙头烟草公司为对抗全球卷烟销量下滑、烟民数量递减，从供给端亦有意愿加速产品创新，因此供需合力共同推动新型烟草市场增长。

海外烟草龙头加速发力。全球新型烟草渗透率目前仍呈现显著差异，在部分地区一定程度上已经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&市场投入，将重心逐步转移。其中，日本烟草为典型案例，之前其整体新烟占比始终平稳，但伴随 IQOS 加速抢占日本份额，26Q2 在日本渗透率（IQOS 销量/整体 HNB&卷烟销量）已高达 33.3%，严重威胁日烟基本盘，因此其加快产品迭代步伐（25 年推出新品 AURA）&营销力度（宣布 26-28 年 HNB 方向投入 8000 亿日元搭建长效增长体系），25 年新烟占比成功提升 0.4pct，同时、其在新烟方向巨额投入亦将在未来持续推动全球新烟渗透率持续提升。

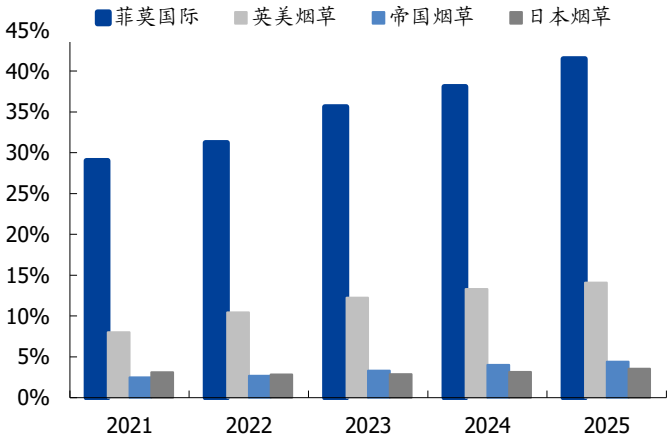
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 50：2025 年不同地区新型烟草渗透率



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 51：全球四大烟草龙头新型烟草收入占比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

目前来看，海外四大烟草龙头在主要新烟品类均已有完善布局，且对未来全球烟草行业展望清晰。菲莫计划 2030 年新烟收入占比达 2/3、英美计划 2035 年收入占比达 50%、日烟计划 2035 年 HNB 销量占比超 50%，帝国亦推出“聚焦新型烟草战略”。

图 52：四大烟草龙头新型烟草布局

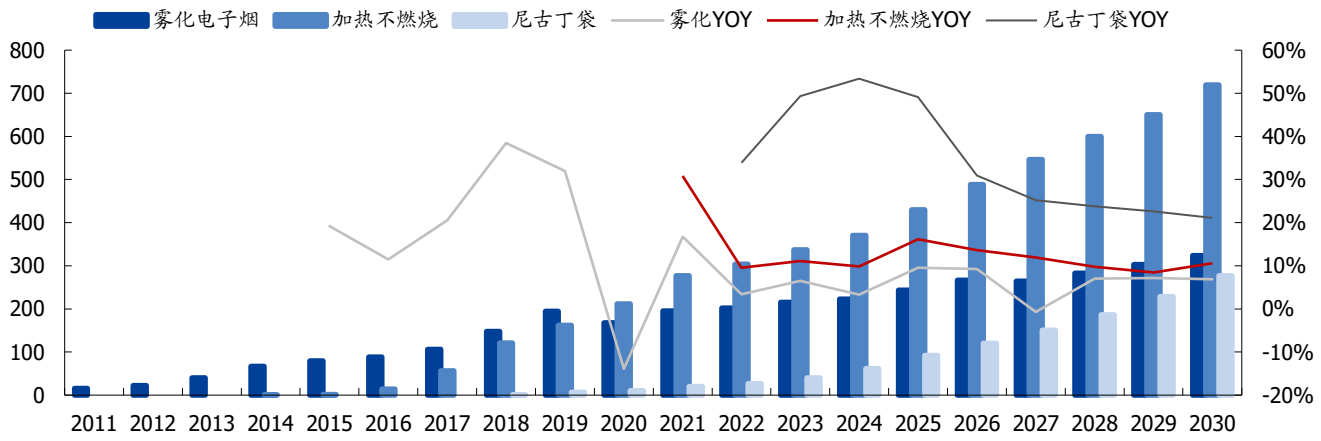
公司名称	雾化电子烟布局（核心产品）	HNB电子烟布局（核心产品）	口含烟	未来规划
菲莫国际	VEEV（含雾化/一次性）	IQOS（电阻/电磁加热）	ZYN（尼古丁袋）	计划到 2030 年将基本成为无烟企业，总净收入2/3以上来自新型烟草产品。
英美烟草	Vuse（含雾化/一次性）	GLO（环形加热/红外&电阻结合加热）	VELO（尼古丁袋）	预计2030年新型烟草用户达5000万，2035年收入占比达50%。
日本烟草	LOGIC（含雾化/一次性）	Ploom（环形加热）	Nordic Spirit（尼古丁袋）	预计在2026年将Ploom X市场范围扩张到40个（目前主要为日本），预计到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

3.2 新烟品类拆分：HNB 替烟逻辑较优，传统卷烟龙头优势显著

新型烟草主要分为吸入式（HNB 以及雾化电子烟）以及口含类（尼古丁袋）。2025 年 HNB、雾化、尼古丁袋全球市场规模分别为 430、244、92 亿美元，2020-2025 年 CAGR 分别为 15.2%、7.8%、54.8%。在吸入式中，虽然 HNB 起步较晚，但凭借对卷烟强替代性、烟民转化率较高，欧睿预计 2025-2030 年 CAGR 仍可保持 10.9%，雾化受政策收紧影响，未来 CAGR 预计为 5.9%；尼古丁袋近年来凭借便携性（任何时间地点均可使用）迅速崛起，未来 CAGR 为 24.7%、表现依然靓丽。

图 53：不同新烟品类市场规模及市占率（亿美元）



资料来源:欧睿，信达证券研发中心

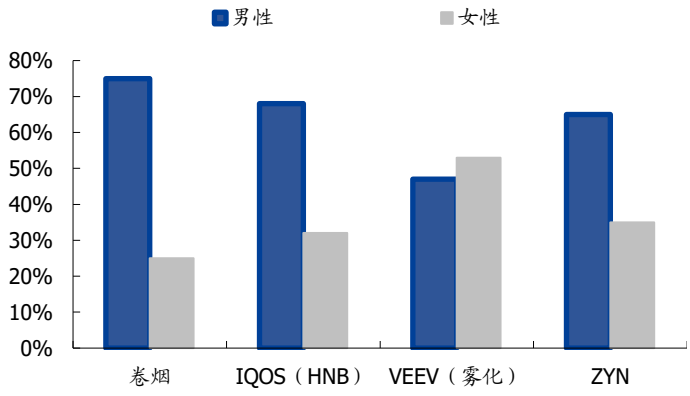
核心特性/目标客群对比：HNB 更接近真烟，消费者画像差异较大。HNB 是通过加热烟草薄片（原材料为烟叶）产生烟气，接近真烟口感，因此替烟效用更强，目标人群主要为传统卷烟使用者。雾化电子烟则是将含有尼古丁的烟油雾化成气体，使用便捷、外观时尚，对年轻烟民/非烟民吸引力强。尼古丁袋更像是尼古丁使用者内部的品类迁移与戒断维持工具，传统卷烟烟民使用率仅为 2%。根据 PMI 调查，旗下 IQOS 使用人群中 29 岁以下用户/女性占比与卷烟高度类似，但雾化产品中此类人群占比显著较高。

图 54：雾化/HNB 特点对比

指标	雾化电子烟	加热不燃烧产品（HNB）	尼古丁袋
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	不含烟叶，将尼古丁、植物纤维、香料及pH调节剂制成小袋，置于牙龈与上唇之间，经口腔黏膜吸收尼古丁
口感	与真烟口感有一定区别	接近真烟口感	无烟雾、无击喉感，入口为口腔刺痛/灼烧感，与真烟口感差异最大
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	消费者主要系已戒烟/电子烟人群（防复吸维持）、传统无烟烟草用户
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	1）无烟无蒸汽无气味，全场景可用（办公室/飞机/室内禁烟场所）；2）无需任何设备，体积最小、便携性最强
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	无击喉感、直接替烟效果弱（纯烟民转化率仅2%）

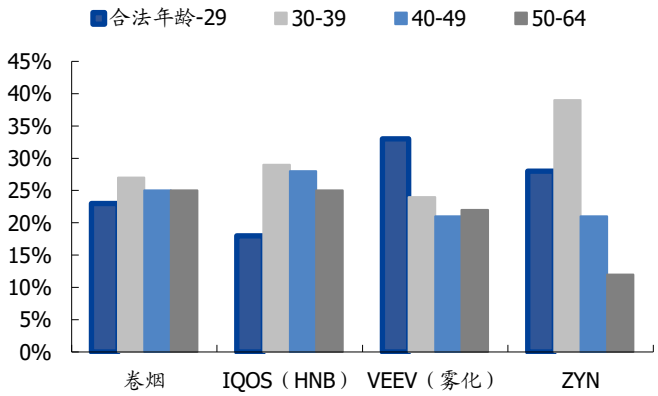
资料来源：云南恒罡科技有限公司，信达证券研发中心

图 55：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

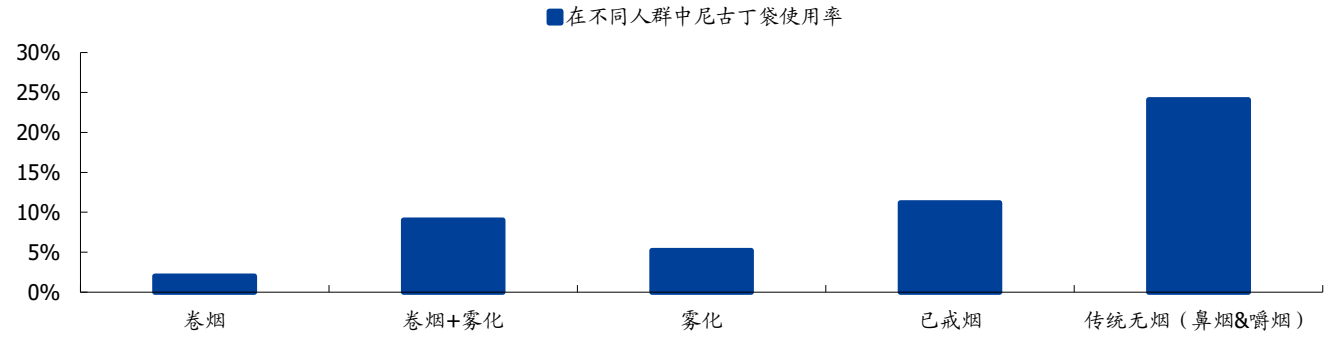
图 56：不同烟草产品消费者年龄占比对比



资料来源: PMI 公告，信达证券研发中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 57：美国尼古丁袋消费者画像



资料来源：CDC，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，2025 年传统卷烟/雾化/HNB/尼古丁袋全球 CR5 分别为 81.4%/26.0%/96.1%/85.0%，其中传统卷烟和 HNB 主要玩家由传统烟草集团领衔，雾化电子烟中则出现类似 JUUL（后被 ALTRIA 收购）和爱奇迹等新晋玩家，尼古丁袋龙头则为传统卷烟以及烟草细分小赛道龙头（雪茄、无烟烟草）。此外，2020-2025 年卷烟&HNB 格局相对固化，但雾化/尼古丁袋赛道份额变化较大。我们认为，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 58：雾化/HNB/卷烟竞争格局对比（%）

		2020	2021	2022	2023	2024	2025
卷烟	中烟	45.1	45.6	46.2	46.9	47.2	47.1
	菲莫国际	12.5	12.2	12.1	11.8	12.0	11.8
	日本烟草	8.9	9.1	9.3	9.9	10.2	10.4
	英美烟草	11.8	11.6	11.2	10.2	9.7	9.2
	帝国烟草	3.7	3.5	3.2	3.1	3.0	2.9
	CR5	82.0	82.0	82.0	81.9	82.1	81.4
雾化电子烟	英美烟草	10.8	12.2	12.3	14.8	14.6	13.8
	爱奇迹	0.0	0.2	3.3	6.6	5.4	4.0
	JUUL	12.7	9.3	6.9	5.0	4.2	4.0
	深圳斯科尔科技	-	-	0.0	1.1	1.9	2.4
	悦刻	4.5	7.4	5.0	1.7	1.9	1.8
	CR5	28.0	29.1	27.5	29.2	28.0	26.0
HNB	菲莫国际	79.2	74.4	71.3	71.6	71.4	71.6
	英美烟草	12.6	15.8	16.2	11.9	11.9	10.7
	日本烟草	4.3	4.5	5.9	6.1	6.3	7.3
	韩国烟草	2.8	2.9	3.5	3.6	3.5	3.4
	俄罗斯烟草	-	-	-	3.1	3.2	3.1
	CR5	98.9	97.6	96.9	96.3	96.3	96.1
尼古丁袋	菲莫国际	-	0.5	34.0	35.2	37.5	37.4
	英美烟草	22.5	30.0	27.6	24.9	26.3	31.6
	奥驰亚	5.9	8.5	12.3	13.2	12.8	10.0
	斯威舍国际	4.3	7.4	8.4	3.6	4.0	4.0
	北欧烟草集团	-	-	-	0.6	1.6	2.0
	CR5	32.7	46.4	82.3	77.5	82.2	85.0

资料来源:欧睿，信达证券研发中心

3.3 监管方向：青少年使用率为主要顾虑，HNB&尼古丁袋监管相对宽松

HNB 使用率有限，政策监管风险最低。全球范围内针对新型烟草政策主要聚焦在青少年使用方面，以美国为例，其 PMTA 通过最核心标准为：企业是否可以数据验证新产品上市后对成年人的好处大于对青少年的坏处（对青少年吸引力有限）。目前全球范围内，HNB/尼古丁袋在青少年群体中使用率均远低于雾化电子烟，我们认为主要系 HNB 目标客群为卷烟烟民、尼古丁袋则为戒烟/使用无烟烟草的群体，两者目标客群在青少年中均较少见（根据美国 FDA，很少有非吸烟者（包含青少年）选择使用

IQOS），因此我们判断两者监管风险亦弱于雾化。此外，HNB 使用前最少需要购买 1 根烟具+1 包烟弹，假设 HNB&雾化烟具使用周期为 1 年，则 HNB 单口使用成本（价格）将达到换弹产品 4X+、一次性产品 3X 左右，青少年较难获得。

图 59：美国/欧洲尼古丁袋消费者画像（青少年群体中）

地区/调查	雾化电子烟	尼古丁袋	HNB
美国（2024年）	5.9%（163万人）	1.8%（47万人）	0.8%
美国（2025年）	5.2%（143万人）	1.7%（45万人）	0.7%
欧洲37国（2024年）	22% （曾用44%，其中波兰36%最高）	极低 （多数国家<3%）	极低 （除意大利）
英国（2025年）	6%	1.10%	0.5%

资料来源：美国 CDC，ESPAD/EUDA 官方，ASH 年度青少年调查，信达证券研发中心

图 60：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）	大口数一次性（整支）	GLO HYPER（整盒）	卷烟（整盒）
口数（次）	950	1000	5000	300	300
烟弹价格(英镑)	3.50	5.99	15.33	4.98	12.61
烟具价格（英镑）	4.99			45.65	
年均消耗量（烟弹：颗；HNB：包）	48.00			240.00	
单口价格（英镑）	0.004	0.006	0.003	0.017	0.042

资料来源:VUSE 官网，Smog，信达证券研发中心

HNB 监管参照传统卷烟，重点市场存在差异化宽松空间。根据 WHO 立场，HNB 应归类为烟草制品并适用《烟草控制框架公约》相关规定；多数国家已将针对卷烟的营销禁令、使用规范、包装及销售要求延伸至 HNB，但部分市场仍留有空间。1）营销方面：日本允许 HNB 广告宣传；英国 HNB 广告此前处于灰色地带，2026 年 4 月《烟草与电子烟法案》生效后已被纳入烟草广告禁令。2）使用范围：日本 2020 年 4 月起原则上室内禁烟，但允许设置"加热式烟草专用吸烟室"，使用场景约束明显宽于卷烟。3）包装方面：俄罗斯 2020 年将 HNB 纳入与卷烟同等监管，健康警示要求已基本拉平。4）销售方面：日本禁止卷烟线上销售，而 HNB 烟弹可经品牌官网等线上渠道销售（自动售货机需年龄验证）。

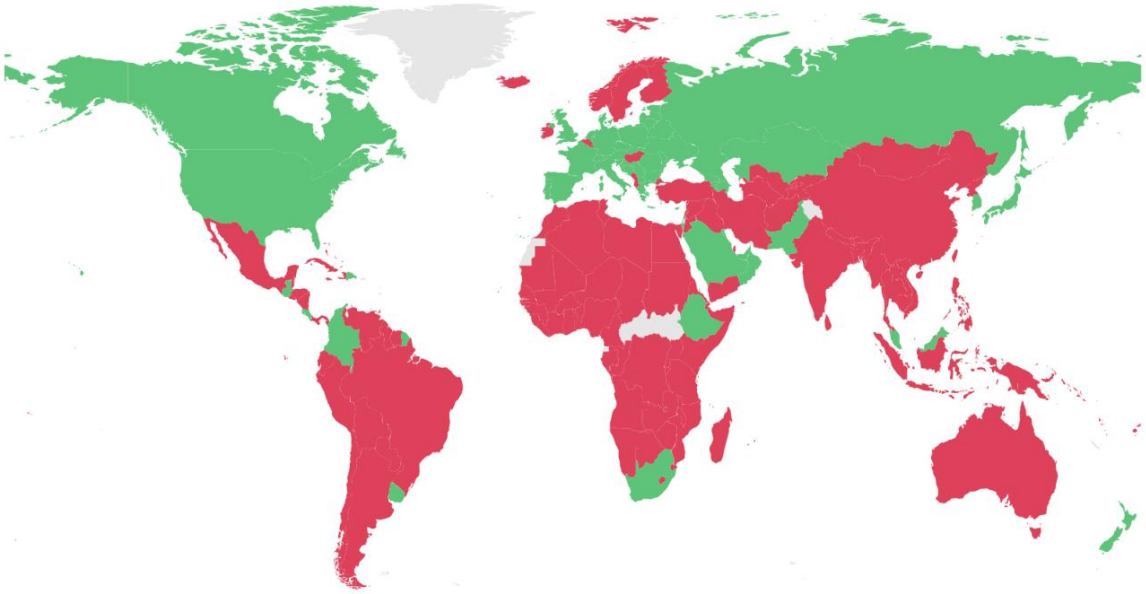
图 61：部分国家 HNB 政策对比

国家	营销（广告/促销/赞助）	使用范围（公共场所）	销售
日本	无法定广告禁令，《烟草事业法》第40条仅为努力义务，实际靠行业自律（TIOJ自主基准2020.7修订）：禁电视/广播/公共交通广告，报刊/网络允许（需成人验证）。HNB设备非烟草，网络广告门槛低于烟弹，可在TVer等投放。	允许设"加热式烟草专用吸烟室"且室内可饮食（卷烟吸烟室禁止饮食）。2026年7月厚劳省决定维持该制度、约3年后再检讨。地方收紧：大阪市2025年1月起路上禁烟条例首次纳入HNB。	最低年龄20岁（成人年龄18岁但购烟维持20岁）。网售合法（需许可+逐单成人确认，卷烟与HNB烟弹同规）。自动售货机需年龄验证。
美国	PMTA逐产品授权制：未获授权不得上市。IQOS烟弹被FDA认定为"卷烟"，适用电视/广播广告禁令；营销计划须报FDA备案。IQOS 2.4/3.0已获PMTA（2019/2020）及MRTP"减少有害物暴露"宣称许可	无联邦统一禁烟法；各州/地方法对HNB覆盖不一——多数州"吸烟"定义为点燃/燃烧，HNB存在覆盖漏洞，部分州已在修法中明确纳入。	未获PMTA授权产品一律不得销售
英国	《Tobacco and Vapes Act 2026》（2026年4月29日御准）第138条当日生效："烟草制品"定义扩至"以任何方式消费"，HNB正式纳入TAPA 2002烟草广告/赞助/免费派发/零售展示禁令（此前为灰色地带，BAT曾给glo投户外广告）。	现行smokefree法律以"燃烧"为对象，不覆盖HNB（漏洞仍在）	自动售货机售烟禁令（2011年起）与零售展示禁令定义扩展后明确覆盖HNB。
俄罗斯	2020年7月将HNB定义为含尼古丁产品并纳入同一框架，广告/赞助/销售点展示禁令自此明确适用HNB。2023年修法追加禁止装置远程销售与开放式陈列；调味禁令（添加剂清单）2024年退回修改、截至2025年未落地。	将HNB纳入公共场所禁烟：室内工作场所、室内公共场所及公共交通内禁止使用（与卷烟完全同规，仅远洋客轮例外）。	最低年龄18岁（2025年2月起提高向未成年人售烟罚款）；禁止线上/远程销售、禁止自动售货机销售
韩国	与卷烟完全同规	禁烟区全覆盖：《国民健康增进法》第9条/第34条，法定禁烟区（医疗/学校/餐饮/千㎡以上办公楼等）禁止使用一切烟草含HNB	最低年龄19岁；线上销售全面禁止（烟草仅限登记实体店销售，HNB烟弹同禁）；自动售货机仅限19禁场所并须装成人认证装置，2026年2月起校园保护区逐步禁设。

资料来源:日本财务省，约翰霍普金斯 Tobacocontrollaws，日本厚生劳动省，大阪市政府官网，日本烟草，WHO，FDA，英国政府官网，俄罗斯卫生部，韩国健康增进开发院，韩国保健福祉部，信达证券研发中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 62：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 税负普遍低于传统卷烟，但全球税制呈收敛趋势。各国现行税制对 HNB 整体友好：欧盟现行《烟草税指令》尚未对 HNB 设定统一最低税负，具体分国家看，德国&法国从价税显著低于卷烟，且近年来卷烟税负提升明显、HNB 整体平稳；英国对 HNB 无从价消费税。但欧委会 2025 年 7 月发布《烟草税指令》修订提案，拟首次为 HNB 设定欧盟统一最低税负；日本亦于 2026 年 10 月完成 HNB 与卷烟税负拉平（此前显著偏低）。

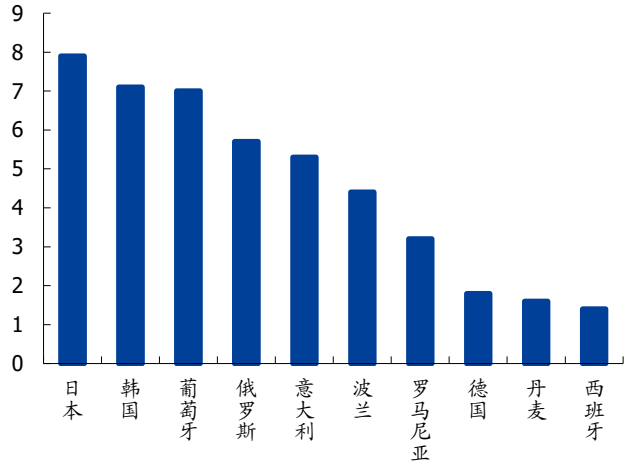
图 63：部分国家 HNB&卷烟税率梳理

		税种	单位	2020	2021	2022	2023	2024	2025
德国	卷烟	从量消费税	Local Currency per 1000 Sticks	98.2	98.2	108.8	111.5	111.5	117.1
	HNB	从量消费税	Local Currency per kg	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7	15.7
	卷烟	从价消费税	% of TIRSP	21.7	21.7	19.8	19.8	19.8	19.8
	HNB	从价消费税	% of TIRSP	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
	卷烟	增值税	% of TIRSP	13.8	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
	HNB	增值税	% of TIRSP	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
英国	卷烟	从量消费税	Local Currency per 1000 Sticks	228.3	262.9	262.9	294.7	334.6	353.5
	HNB	从量消费税	Local Currency per kg	251.6	270.2	270.2	302.9	325.5	343.9
	卷烟	从价消费税	% of TIRSP	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
	卷烟	增值税	% of TIRSP	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
	HNB	增值税	% of TIRSP	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
法国	卷烟	从量消费税	Local Currency per 1000 Sticks	62.8	63.5	63.6	68.1	71.3	72.7
	HNB	从量消费税	Local Currency per kg	29.1	31.3	31.4	33.6	35.2	19.3
	卷烟	从价消费税	% of TIRSP	54.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0
	HNB	从价消费税	% of TIRSP	50.7	51.4	51.4	51.4	51.4	51.4
	卷烟	增值税	% of TIRSP	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7
	HNB	增值税	% of TIRSP	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7

资料来源:欧睿，信达证券研发中心

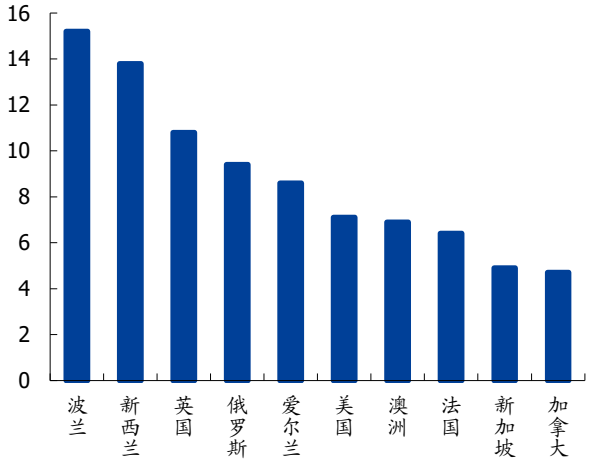
政策决定 HNB 天花板，宽松地区渗透率明显较高。目前全球 HNB 渗透率（HNB 使用人数/卷烟使用人数）排名前十国家主要集中在欧亚地区，政策管控相对宽松。我们认为政策监管是影响行业发展的决定性因素。以日本和英国举例，在日本法律未禁止任何形式的 HNB 烟草广告、促销和赞助，也未在使用场所等方面对 HNB 有明确禁止，因此 HNB 在日本表现最优；但在英国，HNB 在包装、广告方面有诸多限制，反而雾化电子烟被纳入医保范围。未来日本等先进市场转型经验或将助推更多国家重新规划 HNB 监管，全球渗透率加速提升可期。

图 64：2025 年 HNB 全球渗透率排行 （部分国家，HNB 烟民/总人口，%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

图 65：2025 年雾化全球渗透率排行（部分国家，雾化烟民/总人口，%）



资料来源：欧睿，信达证券研发中心

监管方向思考：美国政策失效复盘，政策制定堵不如疏。

（一）青少年使用率提升，政策一刀切。2018 年前后以 JUUL 为代表的水果口味换弹式电子烟在美国青少年中迅速蔓延，FDA 随即面临较大政治与舆论压力。2020 年 1 月 FDA 发布执法指南，自 2020 年 2 月起对换弹式电子烟中的水果、薄荷等非烟草口味实施优先执法（等同于禁售），仅保留烟草味和薄荷醇味；同时通过 PMTA（上市前烟草产品申请）制度将口味产品整体挡在门外。

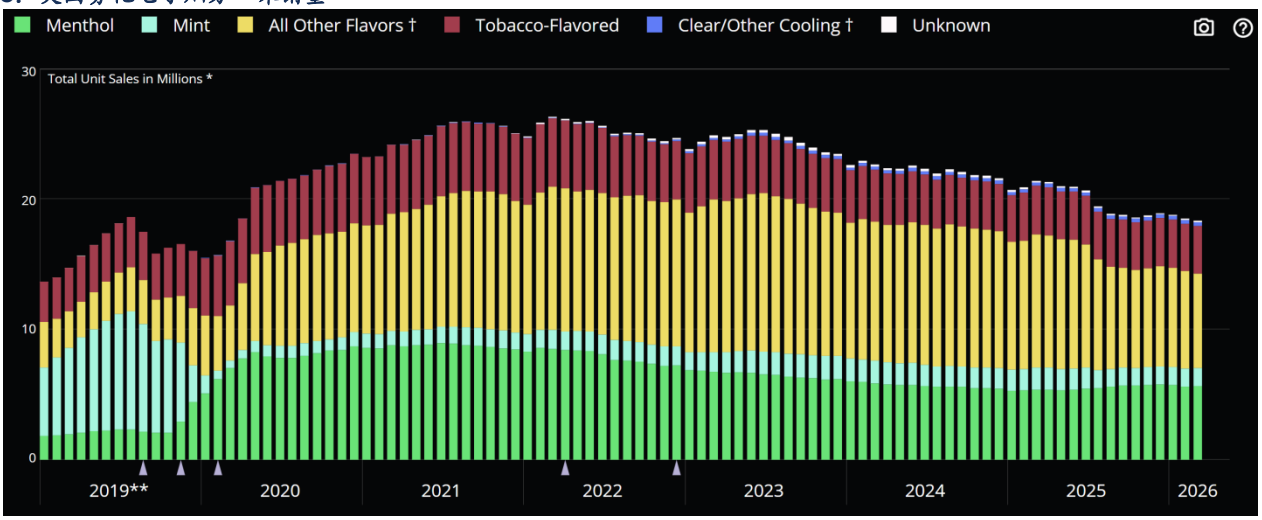
（二）政策失效，非法市场猖獗。禁令并未消灭需求，反而暴露"堵"式监管的天然缺陷：执法指南回避一次性电子烟和开放式产品，留下较大监管真空。根据 CDC 数据显示，2020 年 2 月禁令生效至 2026 年 3 月，美国电子烟总月销量不降反升，其中烟草口味销量-15.9%（份额-8.2pct）、薄荷醇销量+11.8%（份额-1.8pct），而其余非法产品（水果等其他口味）销量反而+48.3%（份额+9.9%），需求整体转移至不受 PMTA 约束的非法市场（占比达 49%），合规市场被“劣币驱逐良币”。

（三）逐步放开口味市场。2024 年 6 月 FDA 首次为 NJOY 四款薄荷醇口味产品放行，成为首个获批的非烟草口味电子烟；2025 年 7 月 JUUL 烟草味与薄荷醇味烟弹获批；2026 年 3 月 FDA 发布调味电子烟 PMTA 证据要求的指导草案、5 月首次授权 Glas 公司芒果味、蓝莓味两款水果口味烟弹上市。

美国口味禁令的六年实践表明，对于成瘾性消费品，需求不会因一纸禁令而消失，全面围堵只会将市场拱手让给监管视野之外的非法渠道；与其一刀切堵需求，不如通过严格的上市审查和年龄验证体系疏导，把口味需求（产品需求同理）纳入合规框架之内，才是兼顾公共健康与市场秩序的现实解法。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 66：美国雾化电子烟分口味销量



资料来源：美国 CDC，信达证券研发中心

3.4 海外龙头新型烟草发展路径浅析

3.4.1 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 ILUMA，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 年后便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 67：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八口。		抽吸监测更加灵敏； 引入高活性炭过滤器； 增加了输送的气溶胶数量	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； 烟杆充电需要4分10秒， 可持续使用6分钟成进行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； 充电板上引入USB &蓝牙； 加入烟杆的自动清洁功能；	设计为无按钮倒开； 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振动； 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 SYSTEMTM； 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 引入了新的智待模式	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 充电器桩一次充电可使用20次			一次充电可使用20次，最多支持3口连抽
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，通过电阻向烟弹加热

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，2025 年新型烟草收入实现 168.5 亿美元（同比+15.0%），新型烟草收入占比已高达 42%。IQOS 在全球 HNB 市场中市占率已超 70%、使用人数达 4300 万人。**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：**

- **深入研发：**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 2023 年在全球 25 个市场中新型烟草占比过半（2030 年预计达到 60 个市场）。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 68：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

搭建多元产品矩阵，尼古丁袋/雾化电子烟同步扩张。1）尼古丁袋：2021 年 PMI 正式宣告进军尼古丁袋赛道，收购丹麦 AG Snus 及 Fertin Pharma 打开欧洲市场；2022 年以约 160 亿美元收购 Swedish Match，ZYN 由此全面纳入 PMI 无烟版图。此后加速扩张，2026 年 ZYN 已进入约 60 个市场，菲莫在全球市占率高达 37.4%。2）雾化电子烟：2016 年 PMI 在英国首发雾化产品 IQOS Mesh，2020 年 2 月将迭代产品更名为 IQOS VEEV，目前已在欧洲市场实现断层第一。

图 69：菲莫国际核心数据概览

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	26Q2
收入（亿美元）	87.9	94.7	99.1	97.1	378.8	93.0	101.4	108.5	103.6	406.5	101.5	111.9
YOY	9.7%	5.6%	8.4%	7.3%	7.7%	5.8%	7.1%	9.4%	6.8%	7.3%	9.1%	10.4%
新型烟草收入（亿美元）	33.9	35.3	37.0	38.0	144.2	39.0	41.6	44.5	43.5	168.5	43.8	46.5
YOY	24.9%	13.8%	14.4%	8.9%	15.0%	15.0%	15.2%	17.7%	12.0%	15.0%	12.4%	11.7%
新型烟草收入占比	**38.5%**	**37.3%**	**37.3%**	**39.2%**	**38.1%**	**41.9%**	**41.0%**	**41.0%**	**42.0%**	**41.5%**	**43.2%**	**41.5%**
PMI毛利率	63.6%	64.2%	65.7%	64.9%	64.6%	67.7%	68.3%	68.5%	65.4%	67.2%	68.3%	68.8%
卷烟毛利率	61.8%	63.9%	63.9%	63.8%	63.8%	64.8%	66.7%	67.2%	65.9%	65.5%	66.7%	67.7%
新型烟草毛利率	64.8%	64.4%	68.4%	66.7%	66.0%	69.2%	69.0%	70.5%	65.0%	69.2%	71.1%	68.8%
净利润（亿美元）	21.5	24.1	30.8	(5.8)	70.6	26.9	30.4	34.8	21.4	113.5	24.4	28.2
YOY	7.7%	53.4%	50.0%	-	-9.7%	25.2%	25.2%	12.8%	-	12.8%	-9.4%	-7.3%
HTU销量(亿颗)	**331.3**	**355.4**	**353.5**	**357.2**	**1397.4**	**370.9**	**388.1**	**408.4**	**384.0**	**1551.0**	**413.0**	**418.0**
YOY	20.9%	13.1%	8.9%	5.1%	11.6%	11.9%	9.2%	15.5%	7.5%	11.0%	11.3%	7.6%
口含烟（亿颗）	4.2	4.2	4.4	4.4	17.4	5.3	5.2	5.2	5.0	20.7	4.5	5.1
YOY	35.8%	20.0%	22.2%	22.0%	24.6%	27.2%	23.8%	16.9%	7.3%	18.5%	-16.1%	-1.2%
其中：美国ZYN尼古丁袋（百万罐）	132.0	135.0	149.0	165.0	581.0	202.0	190.0	204.9	196.0	794.0	155.0	
YOY	80.8%	50.0%	41.9%	42.2%	51.3%	53.0%	40.7%	37.5%	19.0%	36.7%	-23.3%	
电子烟销量(亿颗)	0.3	0.4	0.4	0.4	1.5	0.6	0.9	0.9	1.0	3.3	1.2	1.3
YOY						100.0%	100.0%	91.0%	91.4%	100.0%	94.8%	55.1%
用户数（百万人）	-	36.5	-	38.6	38.6	-	41.5	-	43.0	43.0	-	-
转化率	-	60.5%	-	72.0%	72.0%	-	-	-	-	-	-	-
全球渗透率（PMI烟弹销量/全球卷烟&HNB）	**5.2%**	**5.1%**	**5.3%**	**5.4%**	**5.2%**	**5.7%**	**5.7%**	**5.8%**	**6.1%**	**5.8%**	**6.8%**	**5.8%**
	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025	26Q1	26H1
法国	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	-	-
德国	6.3%	6.0%	5.9%	6.6%	6.2%	7.7%	6.8%	6.5%	7.7%	7.2%	8.4%	8.0%
意大利	17.7%	16.7%	16.6%	16.5%	16.9%	18.4%	17.7%	18.2%	20.1%	18.6%	19.3%	19.0%
波兰	9.0%	9.1%	8.6%	9.5%	9.1%	9.7%	9.9%	9.5%	10.9%	10.0%	10.0%	9.7%
西班牙	2.7%	2.6%	2.7%	3.5%	2.9%	3.1%	3.4%	3.3%	3.8%	3.4%	3.7%	3.6%
罗马尼亚						9.5%					11.5%	11.3%
保加利亚						11.5%					13.1%	12.2%
英国						3.0%					4.1%	4.0%
希腊						25.0%					27.0%	25.2%
葡萄牙						21.7%					23.0%	22.4%
瑞士						12.6%					13.3%	12.9%
埃及	1.9%	1.9%	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	2.1%	1.8%	1.9%	2.0%	1.9%
印尼	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
菲律宾	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%
俄罗斯	9.5%	8.2%	8.1%	8.7%	8.6%	10.1%	9.0%	8.7%	9.8%	9.3%	11.1%	10.3%
日本	29.4%	29.4%	30.0%	30.5%	29.8%	32.4%	31.7%	31.7%	32.6%	32.1%	34.9%	33.3%
韩国	8.2%	7.7%	8.2%	8.2%	8.1%	10.1%	8.9%	9.1%	9.9%	9.5%	10.0%	9.8%
中国台湾						-					5.2%	5.7%
墨西哥	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.3%	1.3%

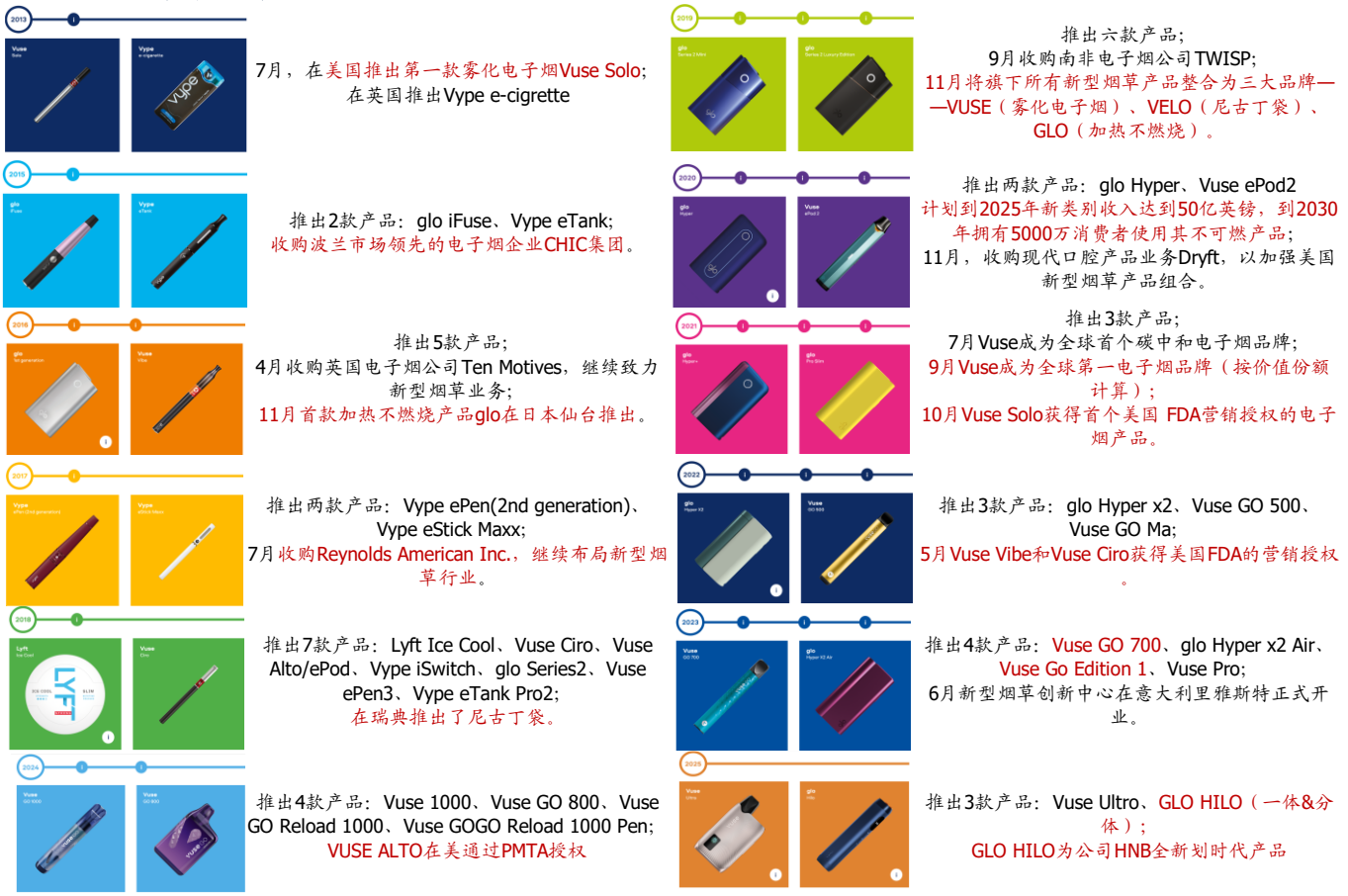
资料来源:PMI 公告，信达证券研发中心

3.4.2 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，2024 年推出 GLO HILO。截至 2025 年，公司新型烟草收入已实现 36.2 亿英镑，收入占比为 14.5%，使用人数达 3410 万人。

图 70：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 71：英美烟草新型烟草数据概览

	24H1	24H2	2024A	25H1	25H2	2025A	26H1
收入（亿英镑）	123.4	135.3	258.7	120.7	135.4	256.1	122.4
YOY	-8.2%	-2.3%	-5.2%	-2.2%	0.1%	-1.0%	1.4%
新型烟草收入	16.5	17.8	34.3	16.5	19.7	36.2	19.3
YOY	-0.3%	5.3%	2.5%	0.0%	10.6%	5.5%	16.8%
新型烟草收入占比	13.4%	13.2%	13.3%	13.7%	14.5%	14.1%	15.8%
新型烟草用户数（百万人）	26.4	29.1	29.1	30.5	34.1	34.1	35.0
雾化收入（亿英镑）	8.7	8.5	17.2	7.4	8.1	15.4	7.6
YOY	0.3%	-9.9%	-5.0%	-15.3%	-5.5%	-10.4%	3.5%
雾化销量（亿颗）	2.9	3.3	6.2	2.5	2.9	5.4	2.6
YOY	-9.1%	-2.7%	-5.8%	-12.9%	-12.6%	-12.7%	4.2%
加热收入（亿英镑）	4.4	4.8	9.2	4.4	4.7	9.1	3.8
YOY	-19.8%	7.6%	-7.5%	0.8%	-2.1%	-0.8%	-14.2%
加热销量（亿颗）	99.0	110.0	209.0	101.0	99.0	200.0	89.0
YOY	-18.2%	-5.2%	-11.8%	1.6%	-10.0%	-4.3%	-12.2%
HILO市占率：日本						1.4%	1.8%
波兰						3.9%	4.9%
意大利						1.0%	1.4%
罗马尼亚						-	2.8%
口含收入（亿英镑）	3.4	4.5	7.9	4.7	7.0	11.7	7.8
YOY	42.1%	50.2%	46.6%	38.1%	54.8%	47.5%	66.8%
口含销量（亿颗）	35.2	47.8	83.0	50.0	72.0	122.0	79.0
YOY	50.0%	58.6%	54.9%	42.2%	50.7%	47.0%	57.5%
VUSE市占率	40.9%	40.0%	40.0%	38.2%	38.8%	38.8%	44.2%
GLO市占率	16.8%	16.7%	16.7%	15.7%	16.7%	14.9%	13.5%
VELO市占率	25.8%	28.4%	28.4%	30.2%	28.4%	33.4%	39.2%

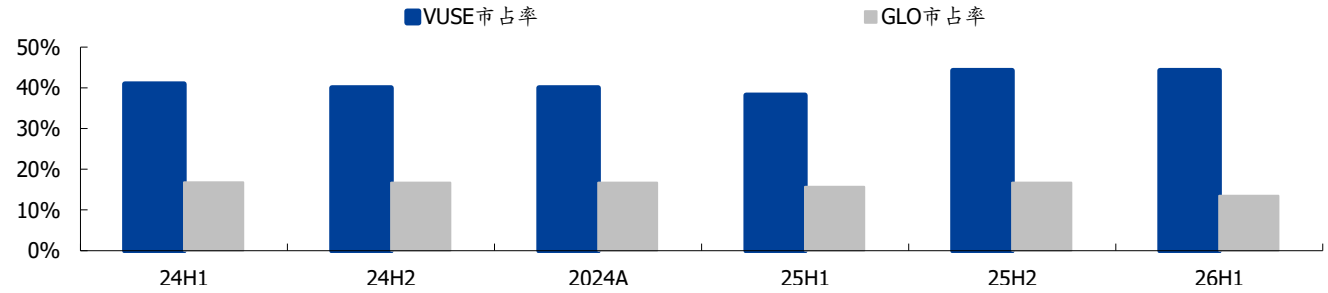
资料来源:BAT 公告，信达证券研发中心

雾化全球第一，HNB 持续受挫。公司在雾化领域深耕多年，2026H1 年在全球主要

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

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 44.2%。尽管公司早在 2016 年推出 HNB 产品，但 2026H1 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 13.5%。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。

图 72：英美烟草 VUSE&GLO 全球市占率



资料来源:英美烟草官网，信达证券研发中心

HILO 产品力逼近 IQOS ILUMA，未来有望扭转颓势。英美烟草 24 年底在塞尔维亚推出全新产品 Glo HILO（目前已覆盖日本及欧洲多个市场）。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%）。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，产品力逼近 ILUMA。价格方面，烟弹价格与 IQOS 接近，但烟具价格具备性价比优势。

图 73：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	171g（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:Seesmotech，Tobaccochina，信达证券研发中心

图 74：全球主要市场核心品牌促销力度

日本				
（单位：日元）	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	PLOOM AURA
分体烟具	6980（326元）	3980（pro版本，186元）	6980（326元）	2980（139元）
一体烟具	3980（186元）	1480（普通版本，69元）	3980（186元）	
烟弹价格	580（27元）	480（18元）	580（27元）	550（26元）
折扣力度	烟具减1000日元，送两包烟弹	-	分体减2000，一体减1000（10月13日已结束）	烟具减2000日元
波兰				
（单位：波兰兹罗提）	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	
分体烟具	289（562元）	99（pro版本，193元）	219（427元，引用网络文章价格）	
一体烟具	149（290元）		149（290元，引用网上渠道价格）	
烟弹价格	20（39元）	14（27元）	18.2-19.2（约37-40元）	
折扣力度	部分渠道烟具4折销售且送3盒烟弹；官网原价买烟具可送4盒烟弹。	买烟具送2盒烟弹		
意大利				
（单位：欧元）	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	
分体烟具	69（570元）	19（pro版本，157元）	69（570元）	
一体烟具	29（240元）		29（240元）	
烟弹价格	预计和IQOS类似	3.8（31元）	7（58元）	
折扣力度	2027天免费试用，并有10欧元新会员奖励	10月烟具折扣价9欧元	新用户最高减20欧（老用户推荐或折扣码）	
塞尔维亚				
（单位：塞尔维亚第纳尔）	GLO HILO	GLO HYPER	IQOS ILUMA	
分体烟具	2190（153元，折扣价）	500（28元，折扣价）	4990（351元）	
一体烟具	1490（104元，折扣价）		2990（210元）	
烟弹价格	370（26元）		380（27元）	
折扣力度	10月中-11月中分体从3990降至3190	10月中-11月中折扣期	新用户通过好友推荐码享受打折	

资料来源：Narnay 平台、skleptytoniowy 官网、ALLEGRO 平台，GLO HILO 官网、乐天日本官网、Relazo、jti 官网、IQOS 官网，信达证券研发中心

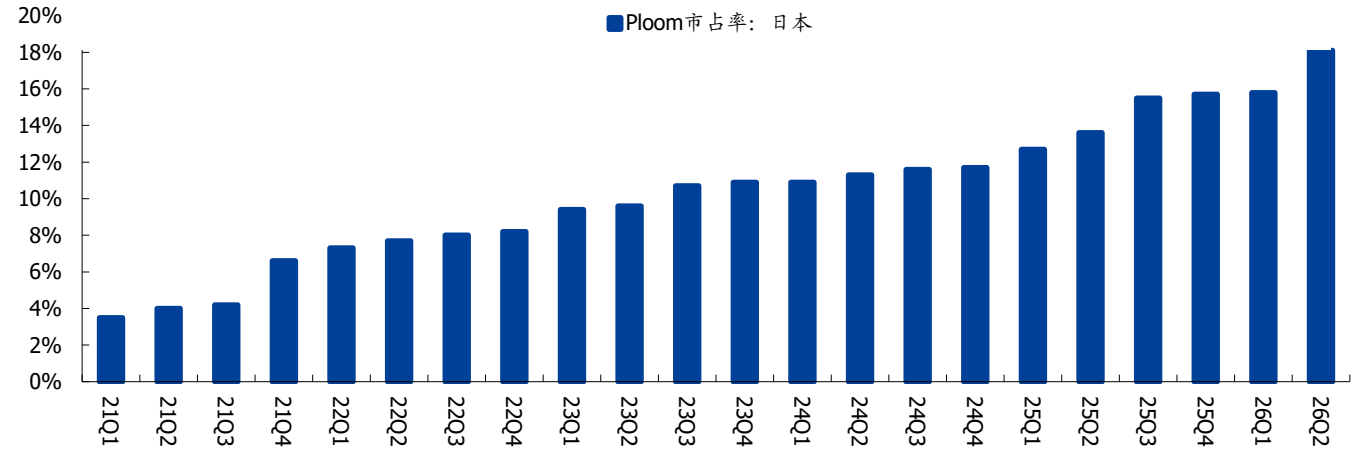
3.4.3 日本烟草加大 HNB 投入力度，远期目标广阔

HNB 扩张步伐较慢。日烟早在 2011 年参股美国电子烟初创公司 Ploom，2015 年收购其 Ploom 品牌及 ModelTwo 烟草雾化产品专利（创始团队买回股权后更名 Pax Labs，即 Juul 母公司）。2016 年日烟在日本首发低温混合型产品 Ploom TECH（加热非尼古丁液体产生蒸汽、再穿过烟草胶囊），2017 年推广至日本全国；2019 年推出首款真正意义上的高温加热不燃烧设备 Ploom S，2021 年推出 Ploom X，2022 年起以英国为起点启动全球化扩张。2023 年 11 月迭代 Ploom X Advanced。受制于产品力，21Q4 至 24Q4 在日本 Ploom 市占率从 3.5%提升至 11.7%，且边际份额扩张显著放缓。同时，日烟亦针对雾化/尼古丁袋略有布局，但明确将 HNB 作为新烟中最优先投资赛道。

产品力提升，投入力度加强。2025 年日烟发布第四代旗舰 Ploom AURA 及配套高端烟弹品牌 EVO，产品力相较前代显著提升，且战略投入明显加强。投资强度历经三轮上调：1）2024-2026 年规划投入 4500 亿日元，2）后在推出 AURA 后上调至 2025-2027 年投入 6500 亿日元（大部分投向 AURA 在日本及全球的推广），3）2026 年进一步加码至 2026-2028 年投入约 8000 亿日元。中期目标为 2028 年底在核心市场取得 15%份额、新烟业务实现盈亏平衡。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 75：PLOOM 日本市占率



资料来源:JT 公告，信达证券研发中心

图 76：日烟数据概览

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2025	2026Q1	2026Q2
收入（亿日元）	7403	8296	8234	7565	31498	8270	9076	9472	8336	34677	9240	10621
YOY	11.3%	14.0%	7.7%	10.6%	10.9%	11.7%	9.4%	15.0%	10.2%	10.1%	15.2%	20.0%
新型烟草收入（亿日元）	239	269	249	232	989	266	292	355	312	1225	435	350
YOY	17.7%	40.1%	9.7%	19.0%	21.1%	11.3%	8.6%	42.6%	34.5%	23.9%	63.8%	19.8%
新型烟草收入占比	3.2%	3.2%	3.0%	3.1%	3.1%	3.2%	3.2%	3.7%	3.7%	3.5%	4.7%	3.3%
RRP销量（亿颗）	25	27	27	30	109	30	33	38	39	140	43	41
YOY	25.0%	28.6%	17.4%	25.0%	23.9%	19.0%	21.4%	40.1%	30.0%	28.4%	44.2%	24.2%
其中：HNB烟弹	18	20	20	23	81	23	26	31	32	112	37	35
YOY						27.7%	31.2%	53.4%	40.7%	40.7%	57.0%	31.5%

资料来源:JT 公告，信达证券研发中心

3.4 技术仍在迭代升级，产品体验仍有改善空间

我们预计，未来新型烟草的技术融合与创新主要沿四条主线展开：

- **加热技术优化：**HNB 产品在加热方式与口味传递上不断改进，通过改进加热片或加热系统实现更均匀的加热和更稳定的尼古丁释放，同时减少有害物质释放。参考合元 PTH MASTER，采用自主研发的**分布式六核温控系统**，通过精准的点对点加热技术直接作用于单枚烟草片，每口仅加热固定烟草区域，实现无需预热、即抽即停与口感恒定性，一举解决传统 HNB 预加热与口感不一致两大长期痛点。

- **跨品类技术融合：**根据我们总结，雾化、HNB、口含烟三大新型烟草品类在烟草还原度、使用便捷性、场景普适性、监管友好度、智能化配适五个维度上各有长短板，且单一品类的痛点恰恰是其竞品类的优势所在。不同产品形态的技术结合有望加速，合元新品已具备雾化/尼古丁袋即抽即停概念；部分我国供应链新品可做到卷烟中注入雾化液、搭配加热器产生气溶胶。

- **功能性与场景化创新：**产品开始尝试添加褪黑素等功能性成分，并针对电竞、驾驶等特定场景开发专用产品以提高用户粘性。

- **智能化应用探索：**通过电子设备实现使用数据追踪与分析、个性化口味与尼古

丁释放强度调整，以及年龄认证等满足监管要求的功能。英美目前 HNB 已普及 EASYVIEW 显示，菲莫新品可做到使用中途暂停；雾化领域智能化探索更为充分，可直接起到娱乐作用。

图 77：合元 PTH MASTER 示意图



资料来源：36kr，信达证券研发中心

图 78：部分海外品牌电子烟兼具游戏功能



资料来源：AMEVAPE，信达证券研发中心

图 79：三大新烟品类优劣势总结

维度	雾化	HNB	口含
烟草还原度	弱（人工雾化液）	强（真烟草）	弱
使用便捷性	强（即用）	弱（预热、清洁）	强（无设备）
场景普适性	中（有烟雾）	中（有烟雾）	强（无烟无雾）
监管友好度	弱（口味禁令、一次性禁令）	强（青少年吸引力弱）	中（窗口收窄中）
智能化适配	强	中	弱

资料来源：信达证券研发中心

4. 中国市场开放指日可待，核心供应链蓄势待发

4.1 复盘 HNB 日本发展，税利稳定、烟民留存率增加

4.1.1 HNB 承接销量，维持税基

承接销量，税负拉平。IQOS 2016 年在日本全国铺开后，日本烟草税总收入（国税+地方税+特别税决算额）并未塌方，反而在烟民人数较少、卷烟销量腰斩背景下，整体维持在 2 万亿日元+。

从量角度来看：2016-2025 年卷烟销量从 1739 亿支下滑至 790 亿支（-54.6%），但整体烟草市场销量仅-15.8%，HNB 增加 646 亿支、可燃烟草（雪茄等）增加约 15 亿支，且由于替换产品价格更高，整体烟草市场规模从 3.9 万亿日元增长至 4.1 万亿日元。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

从税角度来看：

1）2018 年税改前 HNB 税负极低，按烟叶等重量计税、归类为烟斗烟草（换算标准为 1g 烟叶=1 支卷烟），由于 HNB 烟叶重量普遍较轻，因此税额占售价的比例更低，IQOS 单包税额 192.2 日元（税负占比 41.8%）、GLO 为 119.98 日元（税负占比 28.6%）、Ploom 为 34.28 日元（税负占比 7.5%），同时期卷烟为 244.88 日元（税负占比 55.7%）。

2）2018 年税改，以重量+价格为基准（换算为等效卷烟支数），用五年分五阶段提税。2023 年 HNB 单包税额约 274 日元、已达卷烟（约 305 日元）约 90%；

3）2026 年 4 月与 10 月将再分两阶段改为纯重量换算，主流烟弹与卷烟税负完全拉平。HNB 税率改革正式完成重要使命，以接近卷烟的单位税负承接转移销量。

图 80：日本烟草市场规模、销量、税收总结

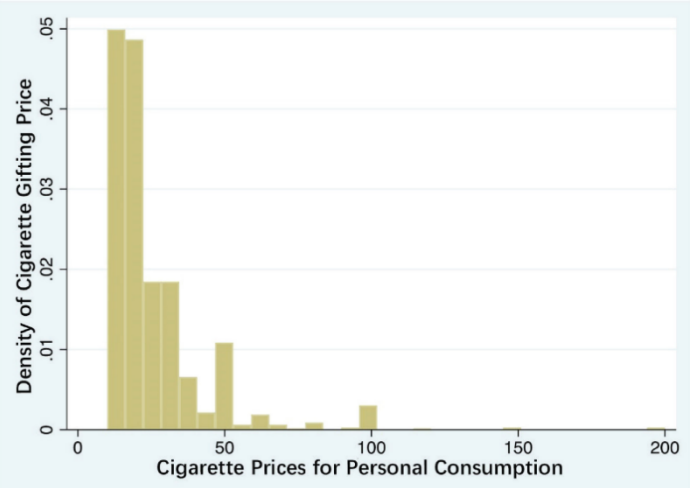
十亿日元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
卷烟	4,153.3	4,087.4	3,997.8	3,916.6	3,902.0	3,781.2	3,337.3	2,965.7	2,860.9	2,523.4	2,499.4	2,525.0	2,401.0	2,251.4	2,125.0
可燃烟草	4.9	5.1	5.4	5.9	6.1	6.9	9.4	14.0	83.3	228.2	231.2	129.0	82.8	64.6	47.0
无烟烟草				0.1	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	1.4
雾化电子烟								1.3	8.3	16.6	21.3	24.3	24.3	26.2	27.3
HNB烟支（不含烟具）				0.1	12.6	117.3	461	812.9	921.1	1026.5	1205	1404.5	1561.4	1754.8	1905.9
整体烟草市场规模	4,158.2	4,092.5	4,003.2	3,922.7	3,920.8	3,905.6	3,808.0	3,794.3	3,874.0	3,795.2	3,957.3	4,083.2	4,069.9	4,097.5	4,106.6
亿支	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
卷烟	1958.87	1974.10	1940.54	1862.00	1823.00	1739.00	1514.67	1336.00	1211.00	1027.00	943.00	926.00	892.00	841.00	790.00
可燃烟草	1.25	1.34	1.49	1.67	1.77	2.23	3.70	6.37	45.97	123.27	113.33	53.39	33.45	26.52	17.56
无烟烟草			0.00	0.02	0.02	0.03	0.05	0.07	0.07	0.08	0.09	0.09	0.10	0.11	0.35
雾化电子烟								0.15	1.07	2.11	3.09	3.65	3.57	3.98	4.08
HNB烟支（不含烟具）				0.03	5.47	51.00	201.00	350.98	372.80	403.70	450.93	504.35	566.17	644.96	697.06
整体烟草市场规模	1,960.1	1,975.4	1,942.0	1,863.7	1,830.3	1,792.3	1,719.4	1,693.6	1,630.9	1,556.2	1,510.4	1,487.5	1,495.3	1,516.6	1,509.0
百万人，十亿日元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
卷烟烟民	21.66	22.12	20.72	20.89	19.35	18.15	15.91	15.08	14.10	13.15	12.04	11.49	11.36	10.18	9.57
雾化烟民								0.03	0.18	0.24	0.45	0.50	0.46	0.49	0.49
HNB烟民				0.07	0.39	1.02	3.94	5.55	5.20	5.63	6.27	7.01	7.76	8.11	8.26
整体烟民	21.66	22.12	20.72	20.96	19.74	19.16	19.84	20.66	19.48	19.01	18.76	19.00	19.59	18.78	18.32
日本烟草税收收入				2166.30	2190.20	2115.40	2001.10	1975.20	1991.40	1902.60	2031.10	2143.90	2154.20	2128.00	
烟草税收同比					1.10%	-3.42%	-5.40%	-1.29%	0.82%	-4.46%	6.75%	5.55%	0.48%	-1.22%	

资料来源:欧睿，日本烟草协会，信达证券研发中心

4.1.2 HNB 与高端烟分层共存

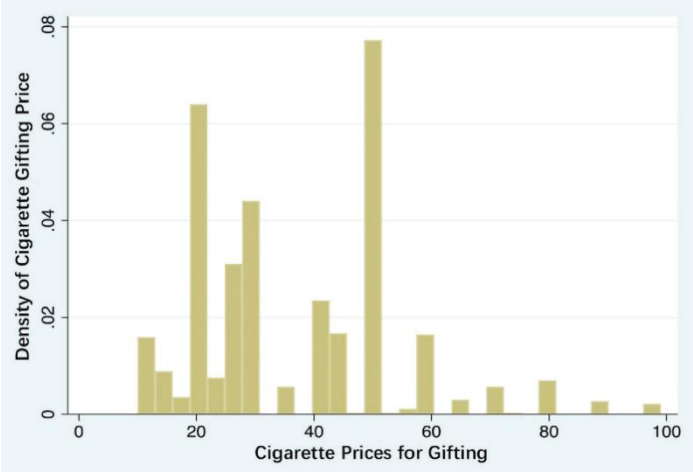
定位清晰，锚定中高端市场。日本市场 IQOS 主力烟弹 TEREA 在 2026 年 4 月 1 日提价前与旗舰卷烟 Mevius 同为 580 日元/包、略低于 Marlboro（600-620 日元）；提价后 TEREA 为 620 日元、略高于 Mevius。HNB 定价锚落在主流至中高端卷烟，而非绝对高价位卷烟。中国高价位卷烟护城河不在口味成瘾，而在礼赠与社交货币属性，但 HNB 器具+烟弹弱化价格符号的礼赠表达能力，因此与高价位价格带更多是分层共存，更多替代的是普一类价格带（18-30 元/包）。

图 81：中国自用烟价格带分布（峰值在 10-20 元）



资料来源：TID，信达证券研发中心（样本数 1305 人）

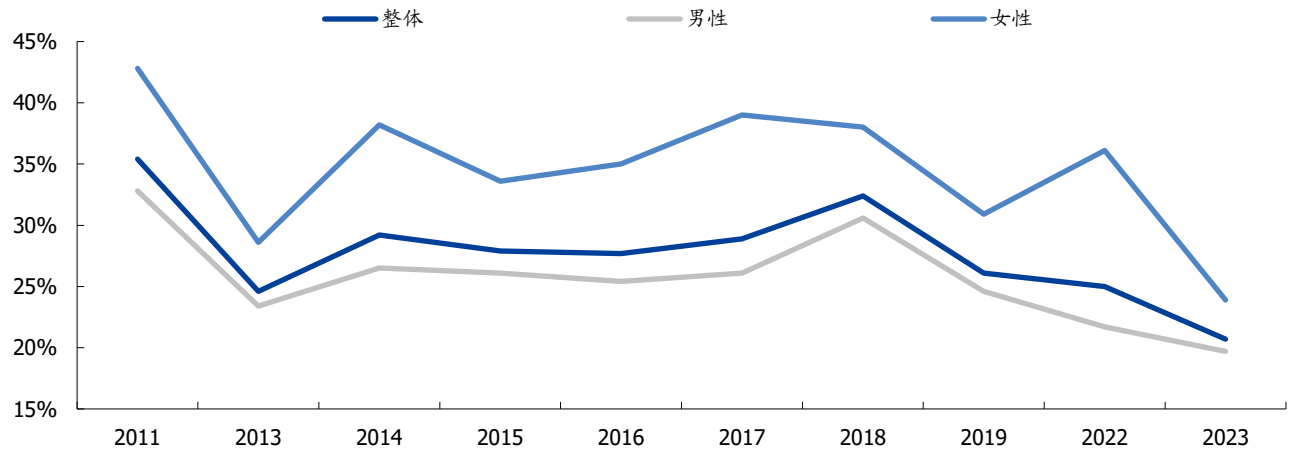
图 82：中国礼赠价格带分布（峰值为 50 元）



资料来源：TID，信达证券研发中心（样本数 1305 人）

烟民留存率增加。厚生劳动省调查中，2010 年想戒烟的吸烟者比例为 37.6%，2018 年后（恰为 HNB 普及期）转为显著下降，2023/2024 年已降至 20.7%/18.6%。ITC 日本调查中，52.0%的卷烟+HNB 并用者明确表示使用 HNB 是为替代部分卷烟、从而不必彻底戒烟。因此，烟草行业框架内，HNB 兴起带来用户留存红利，核心替代卷烟、而非替代尼古丁。

图 83：日本烟草产品使用者中，想要戒烟的人群占比



资料来源:欧睿，厚生劳动省，信达证券研发中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图 84：2018 年日本使用 HNB 产品动因调查

使用原因	同时使用卷烟/HNB（%）	仅使用HNB（%）
降低健康风险 —— 相比卷烟，对自身伤害更小	88	95.8
降低健康风险 —— 相比卷烟，对旁人伤害更小	83.8	91.4
个人体验 —— 使用感受愉悦	75.2	78.8
社交因素 —— 更容易被他人接纳	72.5	77.7
个人益处 —— 缓解压力	52.8	76.7
社交影响 —— 亲友使用加热烟草	58.9	50.9
个人益处 —— 打发时间	54.1	47.9
个人体验 —— 口感更好	37.5	58.6
使用便利性 —— 可在禁烟场所使用	49.4	36.2
个人益处 —— 便于社交应酬	40	27.3
社交影响 —— 媒体 / 公众人物使用加热烟草	31.3	25.4
产品吸引力 —— 加热器具外观吸引人	33.4	17.5
个人益处 —— 更加省钱	20.3	19.7
产品吸引力 —— 包装设计吸引人	22.3	4
个人益处 —— 控制食欲与体重	19.3	10.3
个人体验 —— 显得时髦	15.9	5.3
社交影响 —— 医生、科研人员等专业人士使用	12.3	6.8
减少吸烟量 —— 借助 HTP 降低卷烟吸食数量	64.4	-
辅助戒烟 —— 借助 HTP 彻底戒掉卷烟	55.1	-
维持吸烟状态 —— 用 HNB 替代部分卷烟，不必彻底戒卷烟	52	-

资料来源:欧睿，ITC，信达证券研发中心

4.2 中国市场开放在即，核心供应商蓄势待发

中国 HNB 意见稿正式公布，市场放开在即。2026 年 7 月 28 日《加热卷烟》国家标准的征求意见稿正式公布，意见截止日期为 2026 年 9 月 26 日，国标拟实施日期为发布后 6 个月。考虑到市场目前无 HNB 产品、无需过渡期，我们判断 26 年底-27 年初有望看到 HNB 产品正式在国内落地。根据我们梳理：

1）此次国标明确强调烟支和烟具是电加热卷烟不可分割的两个部分，且在发热体表面温度测试中，分别列出发热体位于烟具内部和烟支内部两种情形，代表中心加热、外围加热以及烟支内置发热体等架构均可成为配套方案（已覆盖主流路线）。

2）烟草基质来源被明确限定，仅限烟叶、复烤烟叶、再造烟叶或烟丝加工形成，因此以茶叶或其他植物为主体、再添加或涂布烟碱的草本加热烟弹排除在标准适用范围之外。

3）意见稿主要划定安全和质量底线，没有统一规定残留、清洁、感官表现和完整排放性能。不同技术方案仍可在加热均匀性、残留控制、使用便利性和消费体验等方面形成产品差异。

4）没有设置特征口味禁令，也没有公布香精香料、凉味剂或其他添加剂的允许及禁用清单。但在烟草基质的定义中保留了“辅助物质”。

图 85：《加热卷烟》国标征求意见稿部分内容梳理

大类	对象	项目	内容/要求
术语和定义		加热卷烟	通过加热但不燃烧烟草基质，产生含烟碱成分气溶胶，供人抽吸的卷烟和装置系统
		电加热卷烟	由电能加热的加热卷烟（本标准仅适用此类）
	烟支	电加热卷烟烟支	可被电子装置加热但不燃烧烟草基质，产生可吸入含烟碱成分气溶胶的卷烟
		烟草基质	烟支中可被加热产生气溶胶的烟草原料及辅助物质
	烟具	电加热卷烟烟具	通过电能提供热源，加热烟支的电子装置
基本要求	烟支	烟草基质原料	应由烟叶、复烤烟叶、再造烟叶或烟丝加工制成
	烟具	安全与电磁兼容	符合 GB/T 4706.1 通用安全要求及 GB 4343.1 电磁兼容要求
		接触材料	与气溶胶接触的烟具材料应符合 GB 4806.1 及食品接触材料相关国标
		电池	锂离子电池和电池组应符合 GB 31241.1
技术要求	烟支	外观	应无霉变
		水分活度	不应高于 0.70
		唇部接触区域表面温度	不应高于 55℃
	烟具	结构设计	不允许用户更换电池
		启动保护	应具有防儿童启动和防意外启动功能
		防水	试验后不应起火、爆炸
		泄压安全	电池失效致内部压力时，泄压方向不应与抽吸方向相同
		跌落强度	1.5m 自由跌落试验后不应起火、爆炸
		高压充电	130% 额定电压（或 7.5V 取高者）充电试验后不应起火、爆炸；泄压方向同上述要求
		发热体表面温度	不应高于 380℃
	气溶胶	平均每口烟碱释放量	不应高于 0.2mg

资料来源:欧睿，国家市场监督管理总局-国家标准化管理委员会，信达证券研发中心

空间广阔，民企有望切入部分产业环节。参考日本市场发展规律（1.HNB 渗透率非线性；2. 初期烟具打市场、烟具/烟弹比例由低增高；3. 卷烟销量同步下滑），以及我国国情（整体市场总量以稳为主），我们预计我国 HNB 烟支市场 2026/2030/2035 年规模分别将达 363/3558/5737 亿元，烟具规模将为 48/158/255 亿元，HNB 烟草用纸为 0.5/5.3/8.6 亿元，香精为 2.2/21.4/34.4 亿元，烟草薄片为 17.4/170.8/275.4 亿元。**其中，**在烟具代工制造、香精、薄片（少部分获资质&具备核心专利民企）、HNB 卷烟纸等环节，民企均有望参与。

图 86：我国 HNB 整体市场以及部分产业链环节空间测算

中国市场	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2030E	2035E
中国销量（百亿支）	248.95	235.05	234.39	236.88	236.31	238.15	241.87	243.29	244.22	244.95	245.88	238.50	201.62	172.11
YOY（25年后数据均为较25年比）	-2.35%	-5.58%	-0.28%	1.06%	-0.24%	0.78%	1.56%	0.59%	0.38%	0.30%	0.38%	-3.00%	-18.00%	-30.00%
卷烟+HNB销量（目标总量相对平稳）	248.95	235.05	234.39	236.88	236.31	238.15	241.87	243.29	244.22	244.95	245.88	242.13	237.20	229.49
YOY（25年后数据均为较25年比）	-2.35%	-5.58%	-0.28%	1.06%	-0.24%	0.78%	1.56%	0.59%	0.38%	0.30%	0.38%	-1.52%	-3.53%	-6.67%
中国市场												2026E	2030E	2035E
HNB渗透率（HNB/卷烟+HNB）												1.50%	15%	25%
HNB销量（百亿支）												3.63	35.58	57.37
HNB均价（替代普一类烟为主，假设20元/包均价）												1.00	1.00	1.00
HNB烟支市场规模（百亿元）												**3.63**	**35.58**	**57.37**
烟弹/烟具												1500.00	4500.00	4500.00
烟具数量（亿套）												0.24	0.79	1.27
烟具均价（参考中烟采购价格，假设终端均价200元/套）												200.00	200.00	200.00
烟具市场规模（亿元）												**48.43**	**158.13**	**254.98**
烟草用纸规模测算（不含铝箔衬纸+烟包）												2026E	2030E	2035E
烟用纸（成形+接装+卷烟）单支HNB用量（克/支）												0.15	0.15	0.15
烟草用纸销量规模（吨）												5447.99	53369.80	86057.00
烟草用纸单价（元/吨）												10000.00	10000.00	10000.00
烟用纸市场规模（亿元）												**0.54**	**5.34**	**8.61**
烟用香精规模测算												2026E	2030E	2035E
烟用香精单支HNB用量（毫克/支）												20.00	20.00	20.00
烟用香精销量规模（吨）												726.40	7115.97	11474.27
烟用香精单价（万元/吨）												30.00	30.00	30.00
烟用香精市场规模（亿元）												**2.18**	**21.35**	**34.42**
烟草薄片规模测算												2026E	2030E	2035E
烟草薄片单支HNB用量（毫克/支）												320.00	320.00	320.00
烟草薄片销量规模（吨）												11622.38	113855.58	183588.27
烟草薄片单价（万元/吨）												15.00	15.00	15.00
烟草薄片市场规模（亿元）												**17.43**	**170.78**	**275.38**

资料来源:恒丰纸业公告、华宝股份公告、前瞻经济学人、欧睿、任举《加热模式对薄荷型加热卷烟中主要成分的转移率及逐口释放行为的影响》、FDA、信达证券研发中心

图 87：日本市场 HNB 发展历程中关键数据

日本市场核心参考	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
HNB渗透率（HNB销量/卷烟+HNB）	0.30%	2.85%	11.72%	20.81%	23.54%	28.22%	32.35%	35.26%	38.83%	43.40%	46.88%
烟弹/烟具	1367.25	5100.00	4785.71	4178.37	5177.81	4119.42	4797.12	4543.66	4355.18	4673.59	4174.02
卷烟销量较2013年（无HNB）下滑幅度	-6.06%	-10.39%	-21.95%	-31.15%	-37.59%	-47.08%	-51.41%	-52.28%	-54.03%	-56.66%	-59.29%

资料来源:欧睿，信达证券研发中心

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

核心供应商蓄势待发。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 HNB 关键客户建立里程碑式战略合作关系，目前已获部分中烟工业公司 HNB 制造代工订单；**华宝国际**在烟用香精、烟草薄片等关键领域深耕多年，技术壁垒突出；**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；**恒丰纸业**作为全球卷烟纸核心参与者，国内外卷烟&HNB 客户深度绑定；**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，未来有望实现出海高增。

图 88：相关公司盈利预测（亿元）

公司名称	总市值	归母净利润			PE		
		2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
思摩尔国际	459.56	12.49	19.25	24.70	36.80	23.87	18.60
仙鹤股份	172.52	12.64	15.52	18.82	13.64	11.11	9.17
盈趣科技	180.65	4.52	5.62	6.87	39.97	32.16	26.29
中烟香港	132.46	8.77	10.84	12.33	15.10	12.22	10.75
恒丰纸业	29.03	2.33	2.66	2.99	12.48	10.90	9.72
华宝国际	84.16	4.69	6.71	8.20	17.94	12.55	10.26

资料来源：，信达证券研发中心（均取自 iFind 一致盈利预测，估值时间为 2026 年 8 月 16 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。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

研究团队简介

姜文镪，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。	**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±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。	

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。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net