中国银河证券 | CGS



HNB 市场风起云涌，国内产业链崛起

——新型烟草行业深度报告

分析师：陈柏儒　分析师：韩勉

HNB 市场风起云涌，国内产业链崛起

——新型烟草行业深度报告

2026 年 09 月 17 日

核心观点

- **《加热卷烟》国家标准征求意见稿发布，HNB 或迎新机遇。**7 月 28 日，由国家烟草专卖局组织起草的《加热卷烟》强制性国家标准和《加热卷烟 常规分析用吸烟机 定义和标准条件》等 3 项配套方法国家标准征求意见稿发布，征求意见周期为即日起至 9 月 26 日。《加热卷烟》强标起草主体覆盖国内六大中烟 + 郑州烟草研究院 + 国烟质检中心，全部为烟草体系内单位，无外部产业链企业参与起草。该征求意见稿释放积极信号，为 HNB 后续国内市场开放奠定了政策基础。

- **减害+环保重塑烟草市场格局，龙头密集布局引领 HNB 持续扩容。**加热不燃烧电子烟（HNB）是以“只加热，不燃烧”为思路设计的“低温卷烟”，在 350℃的加热温度下，多环芳烃（PAHs）的释放量减少 90%，一氧化碳（CO）排放降低 95%，相比传统卷烟在减害和环保方面均有突出优势。尽管传统卷烟依然占据着 80%以上的市场份额，但以 HNB 为代表的新型烟草近年来展现出了非常高的成长性，10 年复合增速 118%（卷烟 10 年复合增速 0.5%），在烟草市场中的占比自 2014 年的 0.002%上升至 2024 年的 13%。

  相较雾化电子烟，HNB 被多数国家纳入烟草专卖体系，监管规则明确、税率稳定，且菲莫（IQOS）、英美（GLO）等烟草巨头均将其视为重要发展方向，近年持续进行产品迭代，2020 年起，HNB 市场规模已经超过雾化电子烟，成为新型烟草市场持续快速扩容的重要助推力量，2024 年全球 HNB 市场规模达 371 亿美元。分地区看，日本为全球最大的 HNB 市场，其渗透率 2024 年已达 43.5%，韩国/东欧/西欧/北美渗透率分别为 20.1%/12.7%/5.4%/0.1%。

- **海外市场表现分化，政策导向作用显著，HNB 税收贡献逐步凸显。**

  1）日本：雾化受限背景下 HNB 高渗透率，有望成为烟草税收重要支撑。2024 年日本 HNB 市场规模达 18041 亿日元，同比+11.8%（烟草市场同比+0.57%）。其 HNB 市场渗透率达 43.5%，在全球 HNB 市场中占比 33.8%，菲莫/英美/日本烟草 2024 年市占率分别为 70%/16%/14%。禁止雾化电子烟政策和较卷烟税收相对优惠背景下，日本 HNB 市场发展全球领先。而在卷烟销量日益走低背景下，日本政府持续优化 HNB 征税体系，有计划地缩小其与传统卷烟的税差，未来或将成为烟草税重要支撑。

  2）欧洲：松监管+低税收，HNB 行业稳健发展。2024 年东欧、西欧 HNB 市场规模分别为 99/105 亿美元，同比分别+12.3%/+10.1%（对应烟草市场同比+7.6%/4.8%）。东欧、西欧 HNB 市场渗透率为 12.7%/5.4%。作为一种减害烟草产品，欧洲较多国家对 HNB 给予税收优惠，英国/法国/德国/意大利 HNB 与传统卷烟的税差分别为 76%/45%/73%/64%。欧洲区域针对 HNB 给予的税收优惠全球领先，但伴随卷烟销量逐步承压，部分国家开始着手于逐步提高 HNB 产品税率，提高其对烟草税利的贡献。

  3）北美：PMTA+MRTP 双重合规要求，仅 IQOS 通过认证。在美国，HNB 被认定为“烟草制品”，合法销售需经过 FDA 严格审批，通过 PMTA 准入

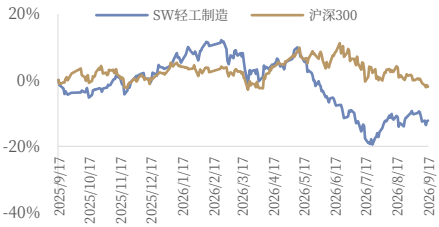
轻工制造行业

推荐 维持评级

分析师

陈柏儒
☎：010-80926000
✉：chenbairu_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130521080001
韩勉
☎：010-80927653
✉：hanmian_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130525080001

相对沪深 300 表现图 2026 年 09 月 17 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1.【银河轻工】行业月报_包装纸价持续走强，烟草产业链景气度提高
2.【银河轻工】行业月报_龙头纸企 7 月再发提价函
3.【银河轻工】印尼烟草行业跟踪_烟草消费税阶段性维稳，量价修复改善收入

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

（证明上市适合公众健康）与 MRTP（如需减害宣称）的双重合规要求，目前仅菲莫旗下部分 IQOS 产品通过认证。

- **我国卷烟增速放缓，新型烟草迎来发展窗口期。**2024 年我国烟草产品销量/销售额分别同比+0.32%/+3.26%，工商税利同比+5.0%虽然烟草税利依然维持增长，但伴随我国烟草产品销量持续放缓，烟草行业税利总额增速亦有所平缓。虽然国内暂未放开加热烟草制品销售，但中烟 HNB 领域技术储备充分，云南中烟、湖北中烟、四川中烟、湖南中烟等四家中烟公司在 HNB 方面专利数均在 50 件以上。以四川中烟“功夫”、湖北中烟“MOK”为代表的 HNB 产品已在海外试销，为行业未来发展奠定了坚实基础。
- **中国“智”造优势下，HNB 出海机遇广阔。**我国是全球最大的电子烟出口国，目前大多数龙头烟草公司 HNB 业务均采用代工生产的模式，受益于国内较为发达的电子产品制造体系，目前行业呈现“需求中心在欧美、而制造中心在中国”的全球产业链格局。部分中国企业为国际 HNB 龙头提供代工等服务支持，中国 HNB 供应链迅速崛起。
- **投资建议：**当前国内有较多企业参与到全球 HNB 产业链中，一方面在 HNB 市场迅速扩容背景下，行业β稳固突出，另一方面各公司凭借研发、制造等方面的优势积极构建自身α，建议关注 HNB 用纸产业链**恒丰纸业**、烟草进出口产业链**中烟香港**、与英美烟草共同开发新一代 GLO Hilo 产品的**思摩尔国际**，为菲莫国际提供整机和模组研发和生产的**盈趣科技**。
- **风险提示：**经济政策不确定的风险，市场竞争加剧的风险，汇率价格波动的风险。

目录
Catalog

一、 政策引导、龙头引领，HNB 市场迅速扩容 4
（一） 减害+环保，HNB 发展正当时 4
（二） 传统卷烟市场增速放缓，HNB 市场规模超越雾化电子烟 8
（三） HNB 渗透率持续提高，日韩为代表性市场 10
（四） 一超多强，龙头密集布局引领 HNB 产业快速扩容 11
（五） 菲莫国际：绝对龙一，HNB 研发累计投入超 140 亿美元 12
（六） 英美烟草：最新力作 Glo Hilo 市场反馈良好 14
（七） 日本烟草：HNB 重视度日益提升 16
（八） 帝国烟草：年轻群体渗透率持续提升 16
二、 海外：市场表现分化，政策导向作用显著 17
（一） 日本：雾化受限背景下 HNB 高渗透率，有望成为烟草税收重要支撑 17
（二） 欧洲：松监管+低税收，HNB 行业稳健发展 20
（三） 北美：PMTA+MRTP 双重合规要求，仅 IQOS 通过认证 23
三、 中国：卷烟增速放缓，新型烟草迎来发展窗口期 24
（一） 传统卷烟销量放缓，中烟 HNB 技术储备充分 24
（二） 《加热卷烟》及配套方法国家标准征求意见稿发布，HNB 或迎新机遇 26
四、 中国“智”造优势下，HNB 产业链机遇广阔 27
（一） 中国 HNB 供应链迅速崛起 27
（二） HNB 供应链拆解 27
（三） 恒丰纸业：前瞻性布局 HNB 用纸 29
（四） 中烟香港：中烟出海独家平台，有望直接受益 30
（五） 思摩尔：绑定 BAT，hilo 产品市场空间较大 30
（六） 盈趣科技：菲莫二级供应商，代工业务迅速起量 31
五、 投资建议 33
六、 风险提示 33

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

一、政策引导、龙头引领，HNB 市场迅速扩容

（一）减害+环保，HNB 发展正当时

HNB 减害证据明确，有望逐步代替卷烟。

加热不燃烧产品即 HNB，是一种结合了加热器具及烟弹的新型烟草产品，它是以“只加热，不燃烧”为思路设计的“低温卷烟”，利用特制加热装置将特制烟丝加热到一定程度，使其足以散发出烟气供人吸食。这一产品与传统烟草的区别在于其只需加热无需点燃，因此温度更低，有害物减少；并且还原了香烟的纯正口感和击喉感。

德国联邦风险评估研究所（BfR）的数据显示，HTP 在 350℃的加热温度下，多环芳烃（PAHs）的释放量减少 90%，一氧化碳（CO）排放降低 95%。菲莫国际披露的研究结果中显示，改用 IQOS 产品的烟民与持续吸烟者多项身体指标（8 项中有 5 项）在统计学意义上有显著差异。意大利卡塔尼亚大学减少伤害加速卓越中心（CoEHAR）的研究人员发现，烟民改用电子烟等减害产品四周后有氧能力和心肺功能最先得到显著改善。

表1：新型烟草与传统烟草对比

维度	HNB	雾化电子烟	传统烟草
加热方式	利用烟具将处理过的烟丝加热至不超过其燃点（约 350℃），使烟丝加热到足以散发出烟气的程度	通过加热器将特制液体加热至约 100–250℃，雾化成可吸入气溶胶	传统烟草卷烟通过点燃吸食，温度最高可以达到 800 多度
主要成分及品质	丙二醇和丙三醇、烟碱、乙酸、烷烃、醛、酮；感官品质更依赖人为添加调制。	植物甘油、丙二醇、尼古丁、香精，香精成分不公开；口味和品质依赖香精质量。	主要成分是干烟丝，感官依赖于烟丝加热后的热裂解及热合成
烟雾/蒸汽	烟雾较淡，无烟灰，比传统烟草清淡	蒸汽量大，释放 PM2.5 值高于正常空气中的几十倍	烟雾最浓，有烟灰
减害与替烟效果	HNB 烟弹口感更接近真烟，烟民更容易接受，替烟效果好；规避燃烧带来的的有害物质，更减害。	传统烟草中的有害物质在电子烟中减少，但有新的有害物质；吸食电子烟同时抽烟者普遍存在。	烟草有强化尼古丁的能力，传统烟草解瘾能力强，危害更大。
对吸食者有害程度	在低于 350 度且不燃烧的状态下，极大减少了因燃烧产生的焦油和其他有害成分，有害成分降幅在 90%以上	随着电子烟功率和雾化温度的增加，致癌物质的释放量会成倍增长。	在 600°C-800°C 之间燃烧时会产生 4000 多种有害物质。
环境危害程度	不产生二手烟气，对公共环境和他人健康无负面影响	二手气溶胶包含了某些金属物，其浓度高于二手烟。气溶胶甲醛释放含量过高。	产生二手烟气对公共环境和他人健康产生影响
使用场合	加热不燃烧式使用时烟雾量较小，因此使用场景更为广泛。	蒸汽式电子烟由于使用时产生烟雾量相对较多，使用场合受限制。	明确受限制，公共场合禁烟
吸烟口感	接近真烟口感，以加热烟草天然香气味道为主。	与真烟口感有别，味道更多	烟草口感最佳

资料来源：观研天下、科普中国、烟草在线、洞察化学、雾化科技展、中国银河证券研究院

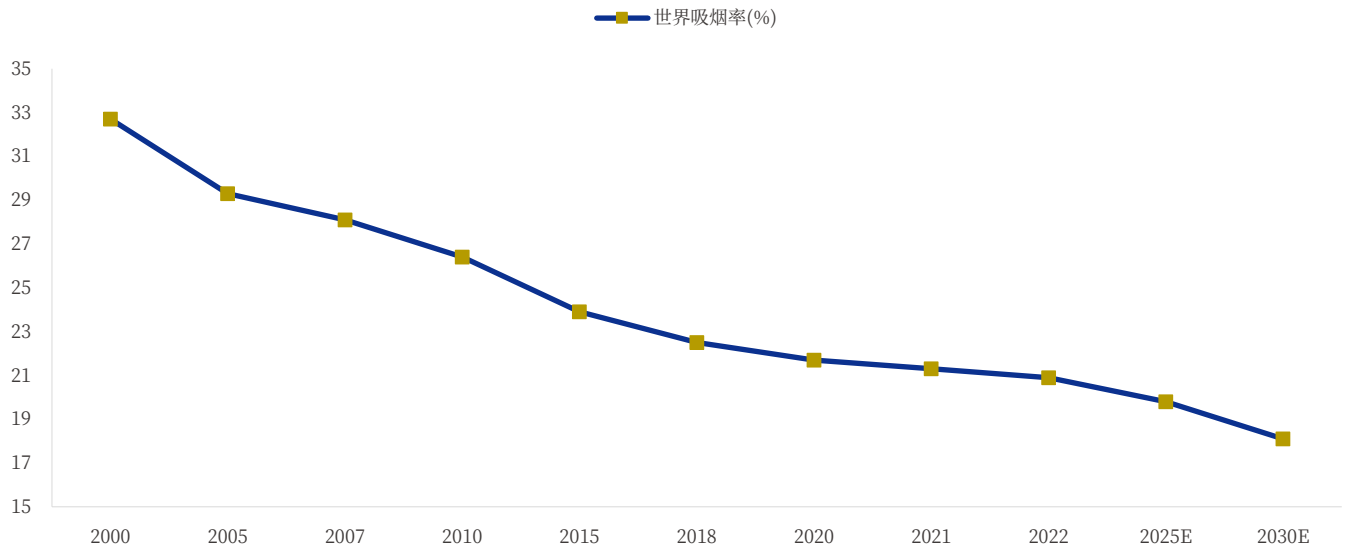
环保背景下全球烟草监管口径持续收严。WHO 在 21 世纪以来持续推动控烟政策健全发展，为各国控制传统烟草产品和面对新型烟草产品提供框架，并持续推动世界吸烟率下降。2000-2022 年，世界吸烟率自 32.7%下降至 20.9%。

表2：世界卫生组织控烟禁烟政策

时间	政策
2003.5.21-2005.2.27	《烟草控制框架公约》通过指定、签署并生效
2007	推出 MPOWER 系列措施六项循证控烟策略：监测、保护、提供、警示、执行、提高 (税收)为各国提供可操作的控烟工具包，被 155 个国家采用
2008	发布《烟草控制框架公约》实施指南为各国履约提供详细技术指导
2016	全球烟草流行报告首次评估全球控烟进展，指出差距与挑战为政策调整提供数据支持，推动履约加速
2019	电子烟监管指南发布《电子烟：对政策制定者的监管建议》为各国应对新型烟草产品提供框架

资料来源：世界卫生组织、中国银河证券研究院

图1：全球吸烟率变化



资料来源：WHO，中国银河证券研究院

欧洲：禁烟政策全球领先，从全面无烟到 “代际阻断” 的全链条管控

欧洲作为全球控烟先行者，近年政策呈现从基础禁烟向精准化、全品类管控深化的趋势。早期以爱尔兰为代表，2004 年便推行覆盖餐厅、酒吧的全面室内禁烟，为区域树立标杆；英国则通过持续政策迭代构建控烟体系，2011 年重启烟草税自动上调机制、2015 年实施烟草平装化，更提出 2025 年实现 “无烟一代” 目标，配套推进无烟监狱、孕期控烟等专项行动。近年政策焦点进一步延伸至新型烟草与代际阻断，丹麦 2022 年宣布禁止向 2010 年后出生者出售烟草及尼古丁产品，英国、比利时、法国等国相继出台一次性电子烟禁令，拉脱维亚、斯洛文尼亚则限制电子烟液仅保留烟草味和薄荷味，从产品供给端降低对未成年人的吸引力。同时，公共场所禁烟范围持续扩容，比利时 2023 年起将高铁站台纳入全面禁烟范畴，违规最高罚款 150 欧元，荷兰、瑞士也逐步推进车站无烟化改造，呼应 WHO 框架公约中对公共空间烟草暴露的严格要求。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

表3：英国政府禁烟控烟、烟草监管政策

时间	政策
2007 年	英格兰地区开始在大部分室内公众地方和工作间实施无烟法例，违规吸烟者及相关场所会面临不同金额罚款。
2011 年	重启烟草税自动上调机制，烟草税率每年以高于通货膨胀率的比例自动增长。
2013 年	签署《世界卫生组织烟草控制框架公约》消除烟草非法贸易议定书。
2015 年	推行烟草平装化政策，去除烟盒上的推销文字和品牌形象相关内容； 英格兰提出 2025 年实现无烟一代的目标，并开展一系列配套工作，如推进无烟监狱建设、减少孕期吸烟等。

资料来源：英国公共卫生署、中国网、英国税务海关总署、英格兰公共卫生局、中国银河证券研究院

北美：联邦主导与地方协同的严格监管网络

北美地区以联邦立法与地方细则相结合，构建起覆盖年龄限制、产品监管、警示标识的多维控烟体系。美国的政策收紧尤为显著，2019 年将联邦购烟最低年龄提升至 21 岁，2022 年赋予 FDA 监管合成尼古丁的权力，2024 年进一步推出 30 岁以下购烟实名认证制度，同时推进香烟图形警示标签落地，更在 2025 年提出对可燃烟草产品设定尼古丁含量上限的规则，从消费端、产品端双重发力。加拿大则以地方政策为支点扩大控烟成效，各省陆续禁止在载有未成年人的车内吸烟，2024 年更新烟盒健康警示图示并设定 2035 年吸烟率降至 5% 以下的目标，电子烟监管也同步收紧，仅允许烟草、薄荷类口味销售。区域政策特点呈现 “监管无死角”，既覆盖传统香烟的税收调节与销售限制，也针对电子烟等新型产品建立上市前审查、口味管控机制，同时通过司法保障政策落地，如美国最高法院 2024 年驳回烟草行业对图形警示标签的上诉，强化监管权威性。

表4：美国政府禁烟控烟、烟草监管政策

时间	政策
2019 年	通过法律将联邦层面购买香烟的最低年龄提升至 21 岁。
2020 年	美国食品药品监督管理局（FDA）要求电子烟及多数烟草产品制造商提交上市前审查申请，以此把控烟草类产品的市场准入；特朗普政府发布法规，要求香烟包装印上图形警示标签，后续虽经烟草行业上诉，但 2024 年 11 月最高法院驳回上诉，该规定推进实施。
2022 年	赋予 FDA 监管合成尼古丁的权力。
2024 年	FDA 推行新规，30 岁以下人群购买烟草产品必须进行实名认证。
2025 年	FDA 撤回此前关于禁止薄荷醇香烟和调味雪茄的提案，但同时发布拟对香烟等可燃烟草产品设定尼古丁含量上限的规则，该规则公示期至 2025 年 9 月。

资料来源：美国卫生署、央视网、东方烟草报、法制网、新华社、参考消息、中国银河证券研究院

日本：法律框架完善，精细化管控

日本构建了多层次烟草监管法律体系，实现产品与场景的精细化管控。2000 年《未成年者吸烟禁止法》明确 20 岁购烟门槛，通过 2008 年加强销售端机器验证与监护追责强化管控，违者罚款 50 万日元；2016 年《药事法》则禁止含尼古丁电子烟销售；2018 年财务省修订案将警示规则全覆盖至传统卷烟、HNB 等所有烟草制品；2020 年 4 月实施的《健康增进法》修订案启动全国性公共场所分类别分阶段禁烟，确立国家层面刚性约束。2023 年《健康日本 21（第 3 次）》设定 2032 年成人吸烟率 12%、未成年人 0% 的目标。HNB 享受监管宽松红利：不受公共场所禁烟令限制，且从量计征特别消费税仅为传统卷烟的 80%，叠加其减害属性，推动日本 HNB 渗透率已超 40%，成为传统烟草管控下的替代选择。

表5：日本政府控烟禁烟政策

时间	政策
2003 年	日本修订《健康增进法》，首次在全国层面规定公共场所应采取措施防止被动吸烟。
2008 年	《烟草事业法》新增加热不燃烧烟草（HNB）的监管条款，将其明确归类为烟草制品，由日本财政部监管。
2010 年	日本厚生劳动省颁发《健发 0225 第 2 号令》，旨在禁止工作场所外的公共区域设吸烟区。
2011 年	《电器用品安全法》更新电气用品安全标准，涵盖电子烟设备、加热烟设备等新型产品。
2016 年	《药事法》明确含尼古丁电子烟属于药品范畴，禁止国内未经许可销售；不含尼古丁的电子烟属于消费品
2018 年	《健康增进法》修订案明确禁止在多数室内公共场所吸烟，并要求餐饮店、办公室、学校、医院等场所设立无烟区或全面禁烟。（目前不包括 HNB 产品）
2020 年	配合《健康增进法》禁烟修订，同步更新《烟草事业法》中烟草零售许可与陈列规则
2025 年	税制改革纲要，提出分阶段逐步将 HNB 税率提至与传统卷烟相同水平。

资料来源：日本国税厅、日本厚生劳动省、中国银河证券研究院

韩国：控烟体系覆盖全面、动态更新

韩国控烟体系覆盖全面，动态更新持续不断。韩国是第一个对电子烟征收消费税的国家。早在 1988 年就出台了《国民健康增进法》，初步引入禁烟条款，随后逐步修订收严。2011 年确立分阶段禁烟计划，开始全国性征收电子烟消费税；2015 年公共场所全面禁烟，并逐步提升传统烟草价格；2017 年对新型烟草的税收提升，HNB 税收仍低于传统烟草；2019 年开展电子烟严控行动；2020 年加强烟盒警示标识；2025 年修改烟草定义，将合成尼古丁纳入范围；2026 年正式将合成尼古丁纳入监管，受到征税、广告与销售限制。2021 年韩国提出了控烟目标，即 2030 年男女吸烟率分别由 2018 年的 36.7%和 7.5%降低至 25%和 4%；还提出十年内使传统香烟价格上升至 8000 韩元（21 年均价 4500 韩元）。

表6：韩国政府控烟禁烟政策

时间	政策
2011 年	《国民健康增进法》重大修订确立分阶段禁烟计划。 全国性征收电子烟消费税。
2015 年	全面公共场所禁烟实施所有餐厅、咖啡馆、酒吧无论大小一律禁烟，仅允许设置符合标准的封闭吸烟室。 传统香烟价格每盒上涨 2000 韩元。
2017 年	对 HNB 产品提税至传统烟草 90%，电子烟至 100%。
2019 年	开展“电子烟严控行动”，根据《烟草事业法》规定电子烟也属于烟草，对在禁烟区内吸电子烟的行为将处以 10 万韩元罚款。
2020 年	统一烟草包装盒标准，警告图案必须占 75%以上区域，禁止有修饰成分。
2025 年	《烟草危害控制法》生效强制所有烟草产品进行有害物质检测并公开，覆盖 20 种指定成分；限制销售与包装。 《烟草事业法》修订通过将烟草定义从“烟草叶” 扩展为 “烟草或尼古丁（天然或合成）”。
2026 年	合成尼古丁监管生效合成尼古丁电子烟正式被界定为烟草，适用所有烟草监管措施

资料来源：中肯烟草工业有限公司、电子烟公众号、华雾出海、人民网、天鉴雾化产品合规实验室、中国银河证券研究院

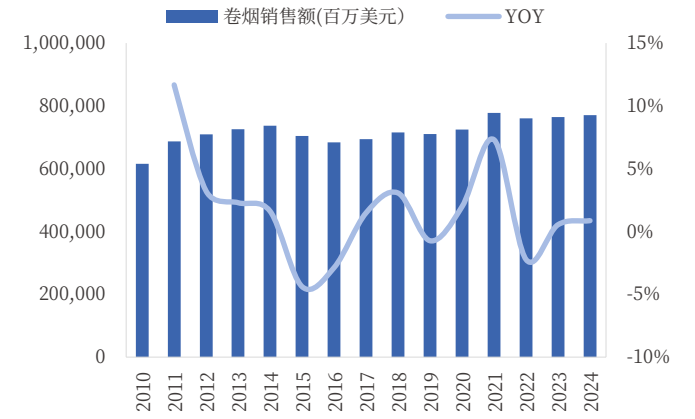
相较传统卷烟，当前 HNB 在以日韩、欧洲为代表的国家和地区享有较为宽松的监管政策和税收优惠，叠加其减害属性和因贴近真烟口感带来的较高烟民转化率（据菲莫年报，IQOS 在所有市场中都保持着 70%-90%的高转化率），近年来 HNB 市场迅速扩容，未来发展机遇广阔。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

（二）传统卷烟市场增速放缓，HNB 市场规模超越雾化电子烟

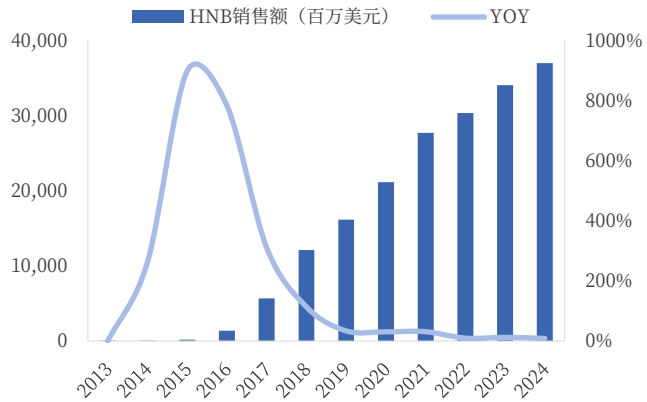
传统卷烟市场增速持续放缓，HNB 市场迅速扩容。2024 年全球烟草市场规模达 9388 亿美元，同比+1.6%，其中卷烟/雪茄和烟丝/无烟产品/雾化电子烟/加热不燃烧电子烟/口服尼古丁市场规模分别达 7707/834/138/226/371/112 亿美元，同比分别-0.6%/+0.5%/+7.9%/+8.7%/+1.4%/+57.6%。尽管传统卷烟依然占据着 80%以上的市场份额，但以加热不燃烧电子烟（HNB）为代表的新型烟草近年来展现出了非常高的成长性，10 年复合增速 118%（卷烟 10 年复合增速 0.5%），在烟草市场中的占比自 2014 年的 0.002%上升至 2024 年的 13%。

图2：全球卷烟市场规模



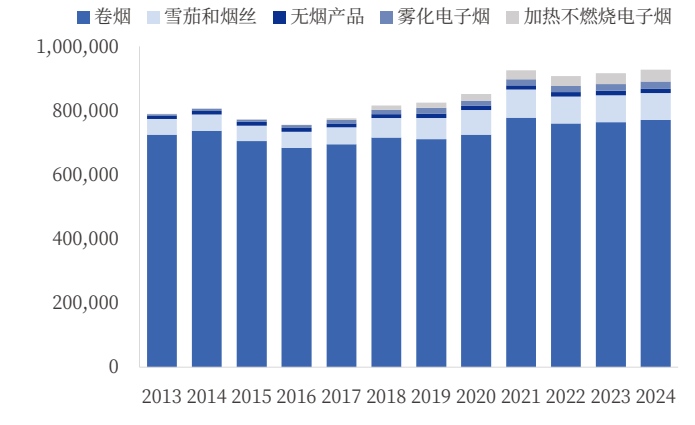
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图3：全球 HNB 市场规模



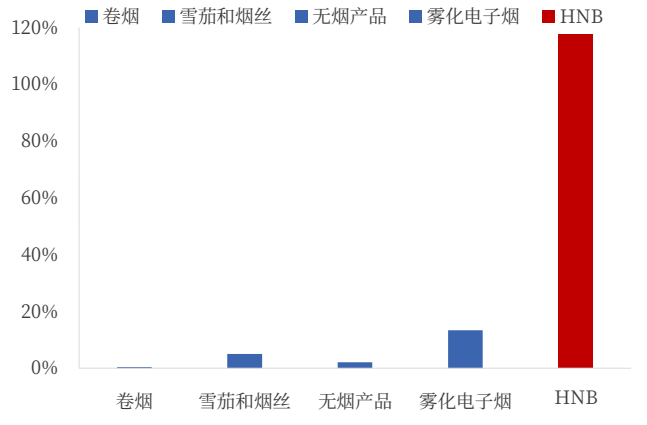
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图4：全球烟草各细分市场规模（百万美元）



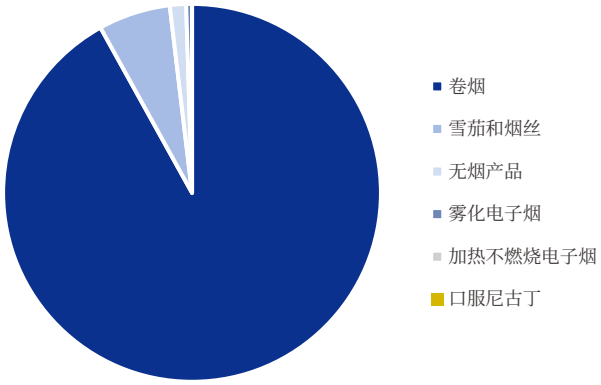
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图5：全球烟草各细分市场 10 年复合增速



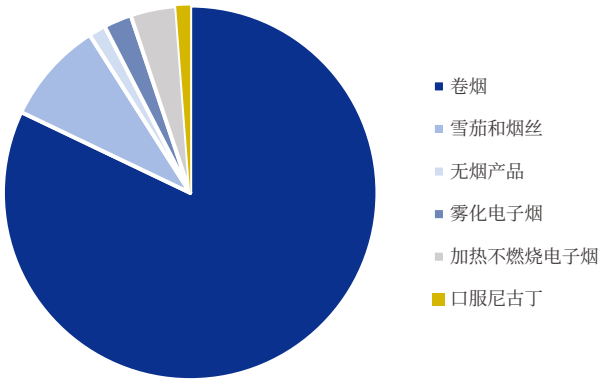
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图6：全球烟草各细分市场占比（2013）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

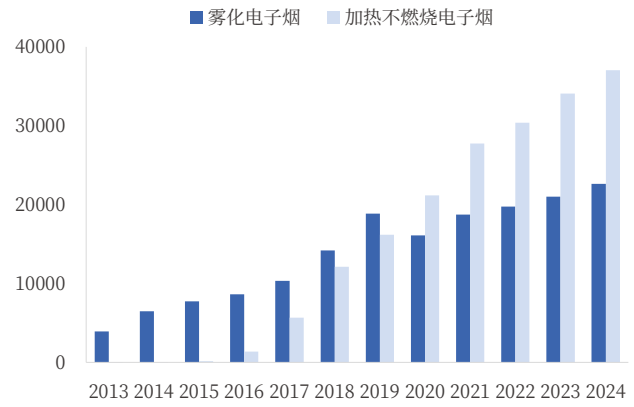
图7：全球烟草各细分市场占比（2024）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

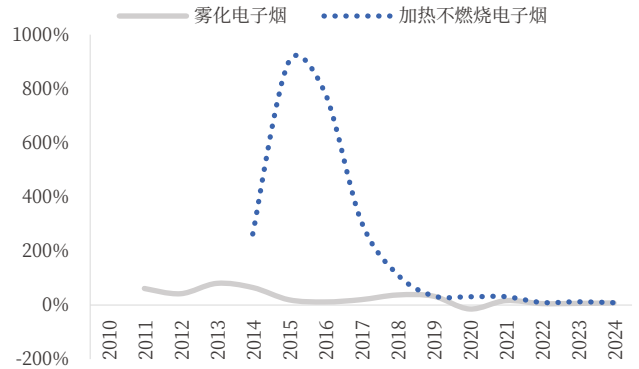
HNB 市场规模已超过雾化电子烟。相较雾化电子烟，HNB 多被纳入烟草专卖体系，监管规则明确、税率稳定，且菲莫、英美等烟草巨头均将其视为重要发展方向，投入较多研发资金与渠道资源。2020 年起，HNB 市场规模已经超过雾化电子烟，成为新型烟草市场持续快速扩容的重要助推力量。

图8：全球雾化电子烟和 HNB 市场规模（百万美元）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图9：全球雾化电子烟和 HNB 市场增速

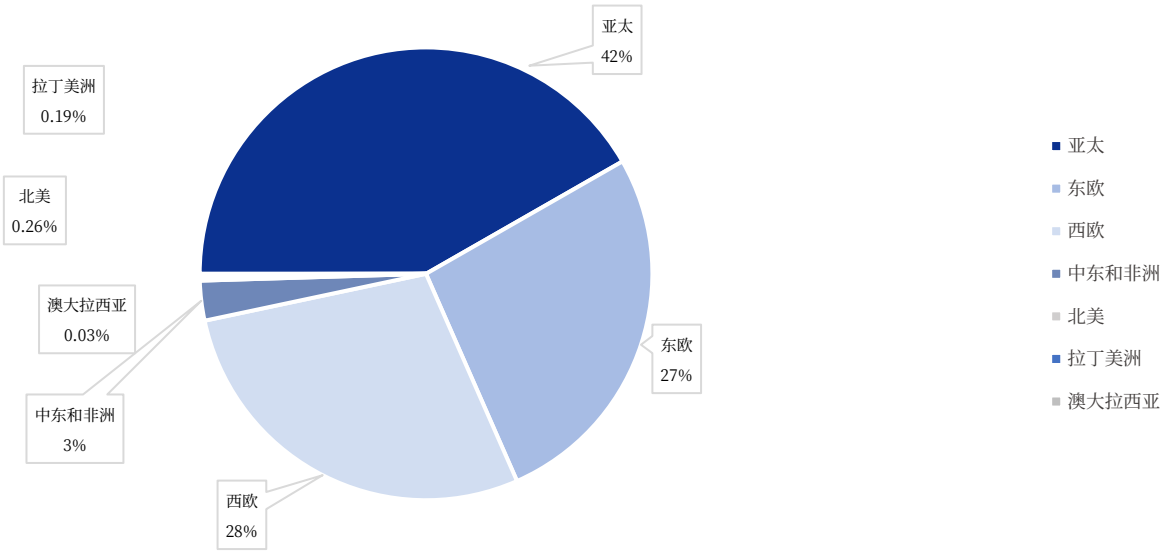


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

日本为最大的 HNB 市场，欧洲国家亦有较高市占率。2024 年全球 HNB 市场规模达 371 亿美元，其中亚太/东欧/西欧/中东和非洲/北美/拉丁美洲/澳大拉西亚占比分别为 41.7%/26.7%/28.3%/2.8%/0.3%/0.2%/0.03%，亚太地区内，日本为全球 HNB 市占率最高的国家，2024 年其 HNB 市场占全球 HNB 市场总额 31.1%，欧洲地区，意大利/俄罗斯占比分别为 12.9%/8.5%。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图10：HNB 全球市场份额情况



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

（三）HNB 渗透率持续提高，日韩为代表性市场

各国监管政策存在差异，日本、韩国、欧洲渗透率较高。世界卫生组织 2014 年将 HNB 视为烟草制品，适用所有烟草管控措施，2024 年全球 HNB 渗透率为 3.9%。目前全球有超过 62 个国家和地区允许 HNB 销售，占比约 1/3，主要集中在东亚（日本、韩国），欧洲（俄罗斯、意大利、英国、法国、德国、丹麦等）。目前中国、新加坡、泰国、巴西等国家明确禁止 HNB 上市销售。

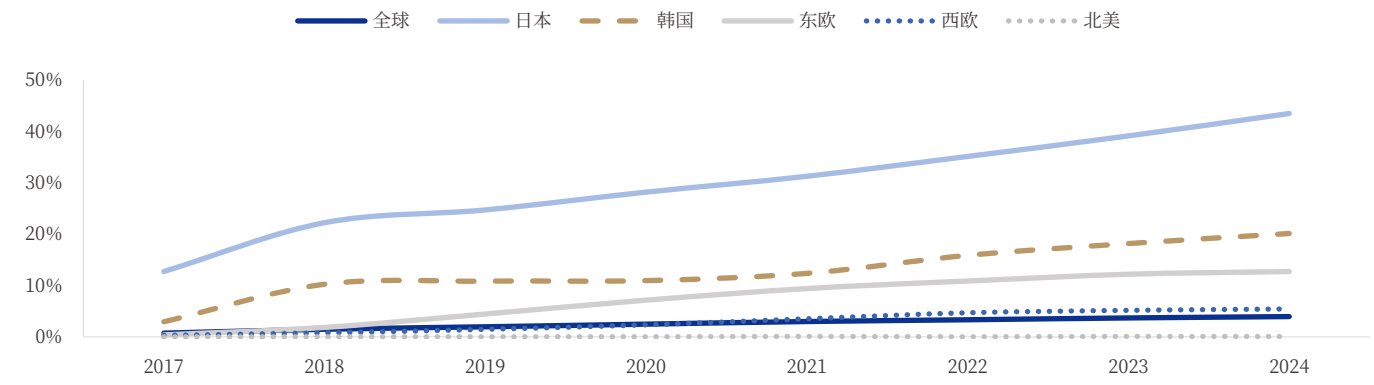
表7：全球允许/禁止 HNB 上市销售的国家（部分）

允许	日本，韩国，美国，澳大利亚，马来西亚，印度尼西亚，俄罗斯，新西兰，英国，加拿大，哥伦比亚，克罗地亚，捷克，丹麦，法国，德国，意大利，荷兰，南非，西班牙，瑞典，瑞士，乌克兰等
禁止	巴西、中国、伊朗、挪威、巴拿马、新加坡、泰国、土库曼斯坦、印度等

资料来源：《产业经济》_叶为全《新型烟草制品发展及对策分析研究》、中国银河证券研究院

HNB 渗透率近年来呈持续上升趋势。2017-2024 年，全球 HNB 市场渗透率（以出货量计）从 0.7%上升至 3.9%，其中日本市场渗透率从 12.7%上升至 43.5%，韩国市场渗透率从 2.9%上升至 15.9%。

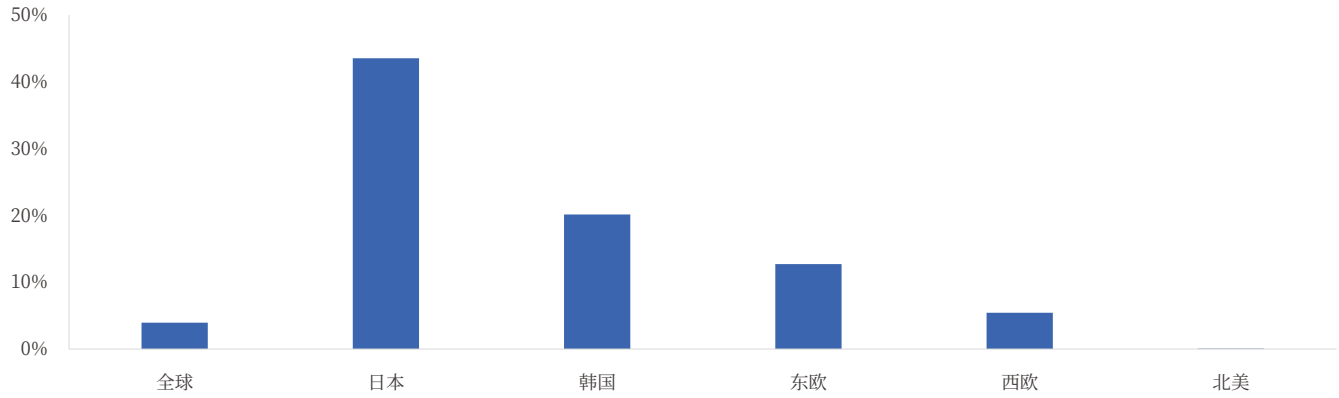
图11：2024 年各区域 HNB 渗透率（以出货量计）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

由于各国烟民吸烟习惯差异及政策监管力度不同，渗透率有所分化。其中日本渗透率领先，2024 年市场渗透率（以出货量计）为 43.5%，韩国/东欧/西欧/北美渗透率分别为 20.1%/12.7%/5.4%/0.1%。**参考日本 HNB 市场近年高增速及高渗透率，我们认为未来全球新型烟草市场仍有较大增长空间。**

图12：2024 年各区域 HNB 渗透率（以出货量计）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

（四）一超多强，龙头密集布局引领 HNB 产业快速扩容

2014 年以来，烟草国际巨头纷纷重点倾斜资源对 HNB 市场进行战略布局，引领行业快速扩容：

表8：四大龙头 HNB 战略布局时间轴



资料来源：菲莫国际年报，英美烟草年报，日本烟草年报，帝国品牌年报，电子烟公众号，雾化科技展公众号，NTP weekly 公众号，电子烟全产业链资讯网，烟草在线，烟业智汇，中国银河证券研究院

产品持续迭代，向智能化发展。菲莫国际自 2014 年推出 IQOS 2.2 后，先后迭代至 2.4 、3.0 、ILUMA 以及 ILUMA i 系列，2025 年仍在推进新机型研发；英美烟草 2015 年从 Glo iFuse 试点起步，逐年推出 Glo、Glo Hyper 系列，2024 年推出高端机型 Glo Hilo；日本烟草 2016 年将 Ploom 升级至 Ploom Tech，后续以 2-3 年迭代一次的速度推出 Ploom S、Ploom X，2025 年推出 Ploom

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

AURA；帝国烟草 2019 年上市 Pulze，2023 年试点销售 Pulze 2.0，2025 年推出 Pulze 3.0。

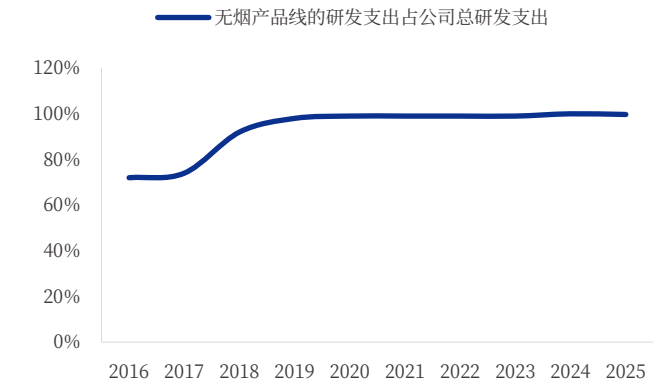
研发投入显现战略决心。截至 2024 年菲莫国际累计投入 140 亿美元研发 HNB 产品，并计划未来五年追加 90 亿美元；英美烟草 2022 年起将新型烟草研发投入提升至 3 亿英镑/年以上较上年增加了两倍；日本烟草后续预计投入 6500 亿日元用于新型烟草研发；帝国烟草投入 1.2 亿英镑开展消费场景与技术适配研究。

长期目标明确转型路径。菲莫国际提出“无烟未来”战略，计划 2025 年无烟产品收入占比达 50%、2030 年超三分之二；英美烟草提出“更美好明天”战略，目标 2035 年新型烟草收入占比 50%；日本烟草力争 2035 年 HNB 销量占比 50%；帝国烟草表示实现下一代产品的两位数增长。

（五）菲莫国际：绝对龙一，HNB 研发累计投入超 140 亿美元

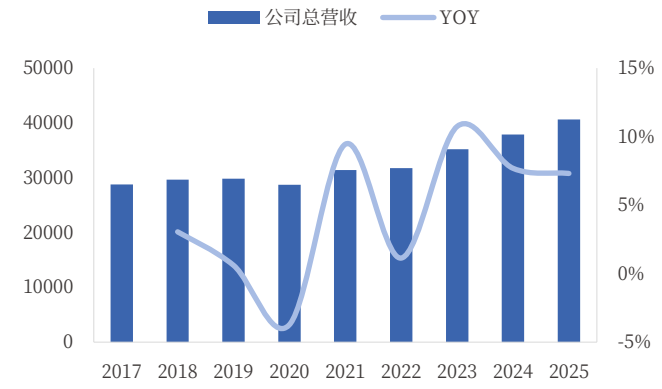
HNB 领域重点投入，研发资源高度倾斜。菲莫国际较早布局 HNB 产品，2015-2018 年，HNB 产品组合研发费用占总研发费用比例从 70%上升至 92%，后续研发费用占比一直维持在 90%以上，截至目前，公司累计投入 140 亿美元用于新型烟草研发。

图13：菲莫国际 HTP 研发费用上投入变化



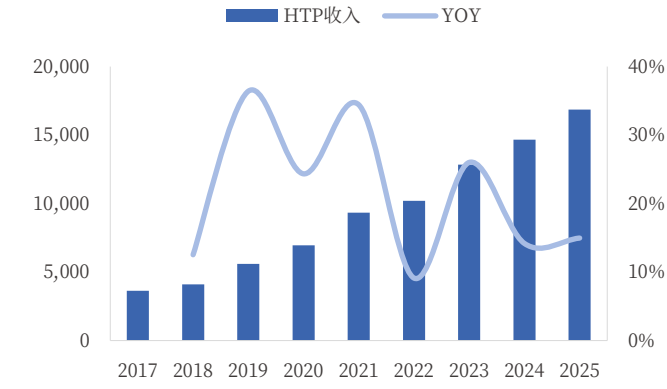
资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

图14：菲莫国际总营收（百万美元）



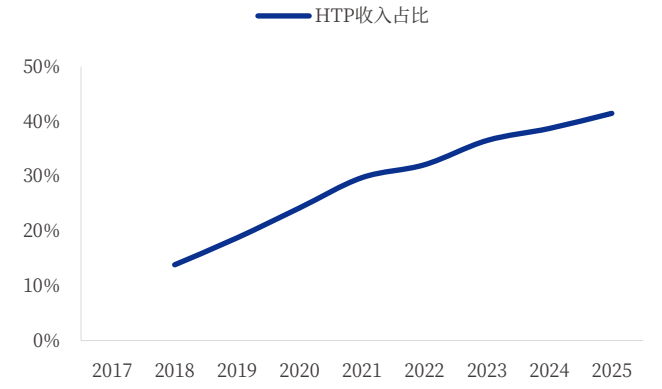
资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

图15：菲莫国际 HTP 收入（百万美元）



资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

图16：菲莫国际 HTP 收入占比



资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

公司 2014 年即发布 IQOS 首款产品，先发优势突出。2014 年 11 月，菲莫国际于日本名古屋及意大利米兰的试点市场正式推出旗下首款加热不燃烧减害产品——IQOS，同时配套上市常规口味与薄荷口味的万宝路 HeatStick 烟弹。IQOS 入门套件售价为 70 欧元（87 美元），一包 HeatSticks

售价为 5 欧元（6 美元）。初代 IQOS 采用刀片式陶瓷加热体，需频繁清洁陶瓷加热片残留，并且容易断。但是其无需明火、烟雾少、口感接近传统卷烟的特点仍迅速吸引用户。

图17：首款 IQOS 和薄荷口味万宝路 HeatStick 烟弹



资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

图18：全球首家 IQOS 旗舰店落地名古屋



资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

IQOS 产品围绕加热技术进行多次产品迭代，实现从刀片加热到感应加热的转变，配套烟弹同步迭代。2014 年初代 IQOS 2.2 发售后，菲莫国际 HTP 销量达 7.4 百万单位，用户数量 500 万人；2017 年 IQOS 2.4 Plus 发售后，菲莫国际 HTP 销量达 41.3 百万单位，用户数量达 1360 万人；2019 年 IQOS 3 系列发售后，菲莫国际 HTP 销量达 76.1 百万单位，用户数量达 2120 万人；2021 年 IQOS ILUMA，IQOS ILUMA PRIME 发售后，菲莫国际 HTP 销量达 109.2 百万单位，用户数量达 2860 万人；2022 年 IQOS ILUMA ONE 发售后，菲莫国际 HTP 销量达 139.7 百万单位，用户数量达 3220 万人

IQOS ILUMA 于 2021 年推出，是菲莫国际新一代 HNB 加热器，采用电磁感应加热技术，优化了此前 IQOS 易断片、难清洁的使用痛点，凭借良好的用户体验，一举成为菲莫国际新型烟草业务开拓市场的神兵利器。

表9：IQOS 加热不燃烧产品梳理

发布时间	产品名称	图片	优点	加热技术	单次可抽支数	触摸屏
2014 年	IQOS 2.2		无需明火、烟雾少、口感接近传统卷烟。	刀片式陶瓷加热		无
2017 年	IQOS 2.4 Plus		优化加热稳定性，增加了振动提示，提升了充电速度，成为当时主流机型。IQOS 2.4 Plus 将烟草加热到最高 350°C，不会燃烧、起火、产生灰烬或烟雾。	刀片式陶瓷加热		无
2018-2019 年	IQOS 3 系列（3/3 Multi/3 DUO）		从内部最佳加热烟草，使其整个宽表面都能接触烟草，从而实现最佳加热效果并提供类似香烟的满足感。口袋充电器配备最紧凑轻巧的支架，一次充满电即	HEATCONTROL 技术和独特的陶瓷刀片	20 次，连续使用 2 次	无

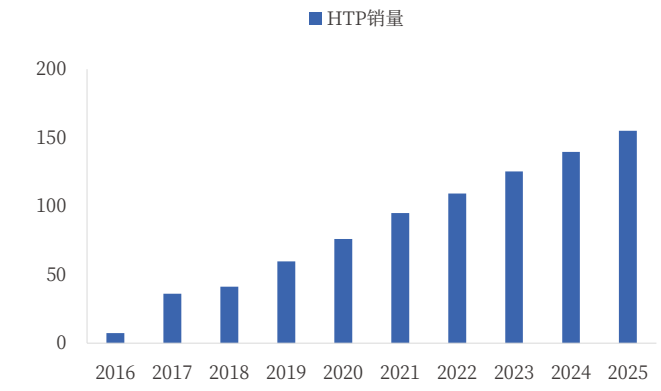
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

			可提供多达 20 次的使用体验，包括连续使用 2 次。			
2021 年	IQOS ILUMA		新型 IQOS ILUMA 配备最新技术智能核心感应系统。全新无刀片结构，采用电磁感应加热技术，优化了此前 IQOS 易断片、难清洁的使用痛点。	电磁感应加热技术	20 次，连续使用 3 次	有
2021 年	IQOS ILUMA PRIME		IQOS 第六代全新无加热片结构，无需担心加热片损坏。IQOS ILUMA Prime 配备了全新的加热方式——Smart Core Induction System，同时保留了 IQOS 独创的从内部直接加热烟叶的技术。	Smart Core Induction System	20 次，连续使用 3 次	有
2022 年	IQOS ILUMA ONE		实用，一体化设计，每次充电可连续使用 20 次。	电磁感应加热技术	20	无

资料来源：IQOS 官网、菲莫国际官网、中国银河证券研究院

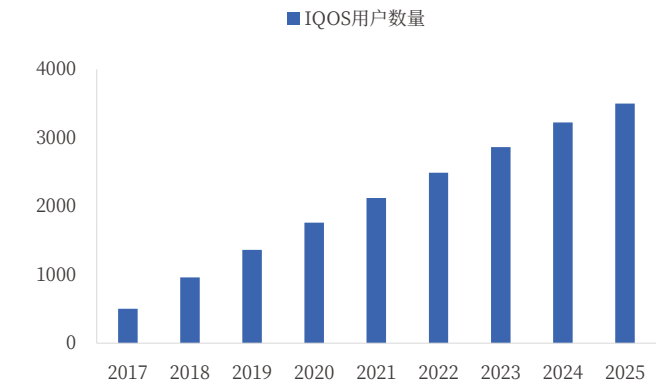
IQOS 系列放量拉动公司 HNB 产品占比迅速提升。2017-2025 年，HNB 产品占菲莫国际总营收的比例呈线性上升趋势，从 2017 年的 13.83%逐步提升至 2025 年的 41.5%，8 年间占比提升超 27 个百分点，反映 HTP 业务已从补充业务转变为公司的核心收入支柱，印证了菲莫国际向无烟业务转型的战略成效。

图19：菲莫国际 HTP 销量（百万单位）



资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

图20：IQOS 用户数量（万人）



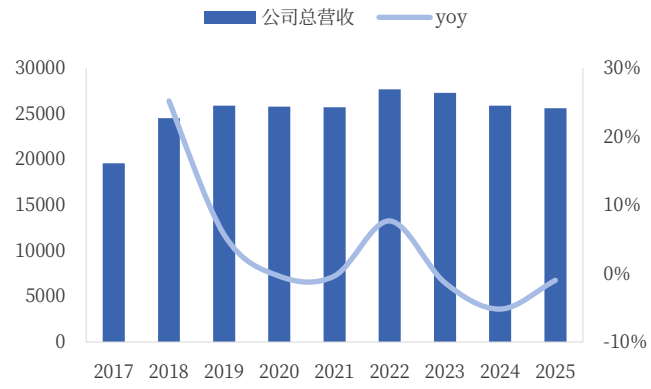
资料来源：菲莫国际年报、中国银河证券研究院

（六）英美烟草：最新力作 Glo Hilo 市场反馈良好

英美烟草 2016 年推出首款加热不燃烧产品 Glo，正式入局新型烟草赛道。2017 年 7 月收购美国雷诺公司，重塑了公司的业务规模与全球布局，并进一步扩充了潜在减害产品组合，为把握加热不燃烧烟草制品的发展机遇奠定了坚实基础。Glo 产品 2016 年 12 月在日本首发，2017 年 10 月启动全国性铺货，至年末市场份额已攀升至 3.6%。

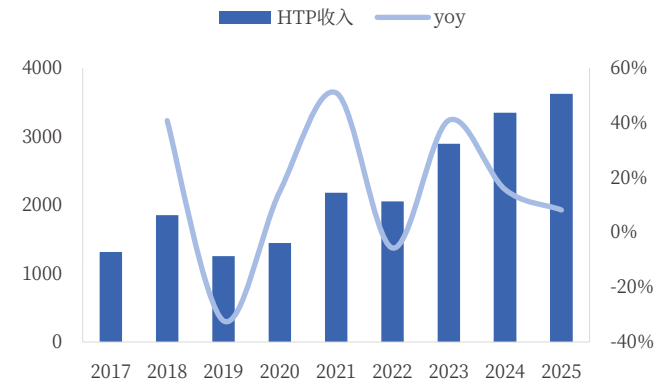
2019-2024 年，HNB 产品销量快速增长，自 90 亿支增长至 210 亿支。HNB 收入在总营收中的占比持续提升，自 2017 年的 6.73%升至 2025 年的 14.1%，新型烟草业务对营收的贡献度持续增强。用户数量方面，HNB 用户数量保持持续增长态势，2025 年用户规模达 3410 万人。

图21：英美烟草总营收（百万英镑）



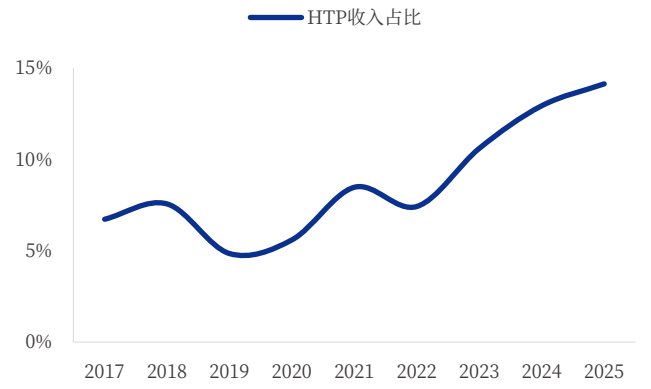
资料来源：英美烟草年报、中国银河证券研究院

图22：英美烟草 HTP 收入（百万英镑）



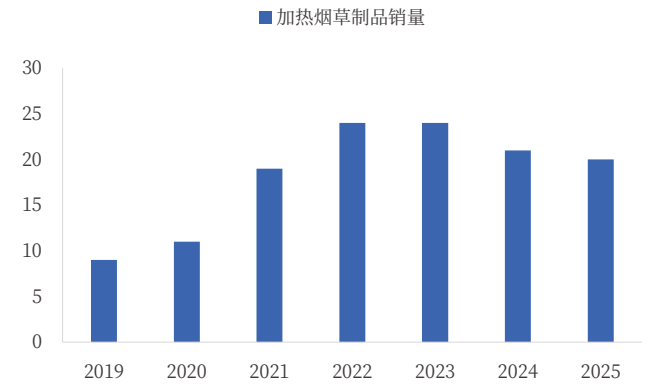
资料来源：英美烟草年报、中国银河证券研究院

图23：英美烟草 HTP 收入占比



资料来源：英美烟草年报、中国银河证券研究院

图24：英美烟草 HP 销量（十亿支）



资料来源：英美烟草年报、中国银河证券研究院

2024 年公司发布 HNB 领域新品 Glo Hilo 系列，采产品采用 TurboStart™红外 + 电磁复合加热技术，可以实现 5 秒快速预热（Hyper 约 20 秒），并行业首创加热过程中随时插拔加热笔功能，解决传统分体式设备的痛点。该产品 2024 年 11 月塞尔维亚试销，2025 年 6 月日本宫城县试销，9 月全国发售，25H2 开始进入波兰、意大利等欧洲市场，公司计划 2026 年进一步为该产品开拓全球市场。产品的良好表现有望为公司构建强劲增长曲线。

表10：IQOS 与 GLO 最新产品对比

	IQOS ILUMA i	GLO HILO
加热方式	电磁感应、内部加热，无刀片 SMARTCORE 感应系统，解决了难清洁等痛点问题	电磁感应+红外复合加热，搭配 TurboStart™技术，快速升温
加热时间	约 20s	TurboStart™快速预热（5 秒）
上市时间	2024 年 1 月	2024 年 11 月

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

加热温度	300-350℃，温控精度 ±5℃	370℃
烟弹适配	专用 TEREA 烟弹，内置金属感应体，全封闭设计，无积碳无需清洁	专用 Virto 烟弹，中空蜂窝状排列
功能亮点	暂停模式，可中断加热 8 分钟	
充电时间	135 分钟	90-100 分钟
单次满电可抽根数	20 根	20 根
	IQOS ILUMA i	GLO HILO
加热方式	电磁感应、内部加热，无刀片 SMARTCORE 感应系统，解决了难清洁等痛点问题	电磁感应+红外复合加热，搭配 TurboStart™技术，快速升温

资料来源：菲莫国际/英美烟草官网、《轻工科技》_杨建礼《加热不燃烧卷烟加热技术探究》、《经济研究》_沈敏《龙头企业新型烟草专利策略研究和风险应对》、十匠服务、中国银河证券研究院

（七）日本烟草：HNB 重视度日益提升

日本烟草 2016 年推出 Ploom TECH，以“轻烟体验”为战略方向布局新型烟草。该产品采用笔式设计，通过加热液体 + 烟草胶囊产生烟味，口味与烟雾量更轻柔，瞄准年轻女性及轻烟用户；市场端，Ploom TECH 在日本本土快速打开市场，其销量增速远超日本烟草旗下传统卷烟产品。

2023 年 9 月日本烟草推出 Ploom X Advanced，战略从“轻烟体验”转向“性能升级”。功能上优化加热系统，将最高温度从 295℃提至 320℃，充电时间从 110 分钟缩短至 90 分钟，体验更高效；该产品上市后进一步覆盖追求更强体验的用户群体，销量增长速度仍保持高于传统烟草的水平。

（八）帝国烟草：年轻群体渗透率持续提升

帝国烟草 2019 年推出 Pulze，以“便携性”为核心切入新型烟草市场。该产品无需充电盒、最多可连续使用 20 次，是其主打“轻量化使用”的战略体现；市场端，Pulze 因便携优势在欧洲市场快速渗透，上市后销量增速显著高于帝国烟草的传统烟草产品。

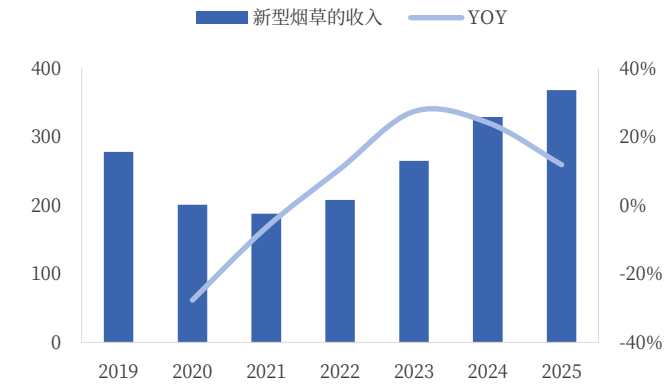
2023 年帝国烟草升级推出 Pulze 2.0，战略上进一步强化“便捷性”定位。功能进化为紧凑一体式设计，一次充电可使用 25 次，便利性大幅提升；市场表现上，Pulze 2.0 延续了初代的增长势头，在欧洲年轻消费群体中渗透率提升，销量增长速度持续优于传统烟草产品。

图25：帝国烟草总收入（亿英镑）



资料来源：帝国烟草年报，中国银河证券研究院

图26：帝国烟草新型烟草收入（百万英镑）



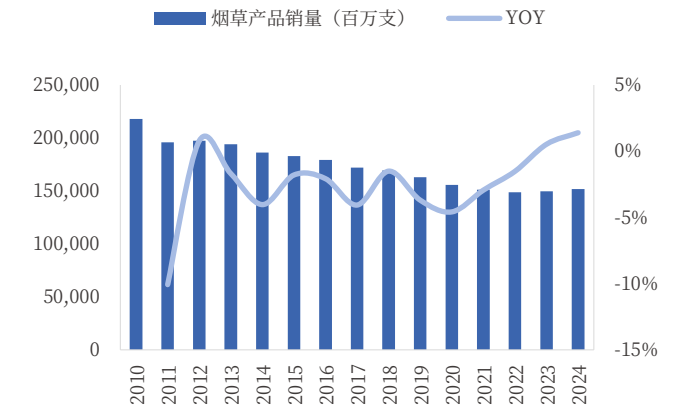
资料来源：帝国烟草年报，中国银河证券研究院

二、海外：市场表现分化，政策导向作用显著

（一）日本：雾化受限背景下 HNB 高渗透率，有望成为烟草税收重要支撑

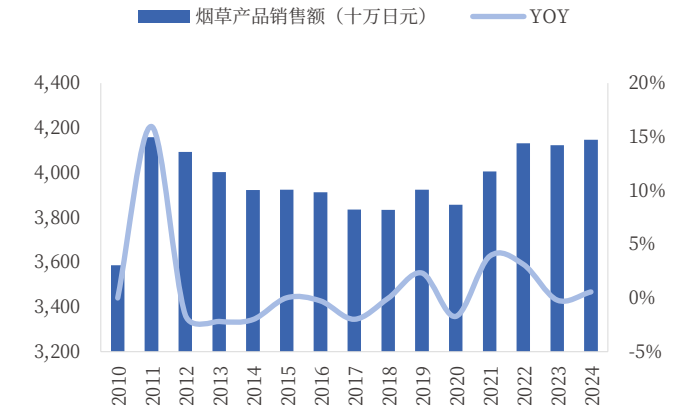
2024 年日本 HNB 市场规模达 18041 亿日元，同比+11.8%（对应烟草市场规模 41463 亿日元，同比+0.57%）。其 HNB 市场渗透率达 43.5%，在全球 HNB 市场中占比 33.8%。

图27：日本烟草销量及 YOY



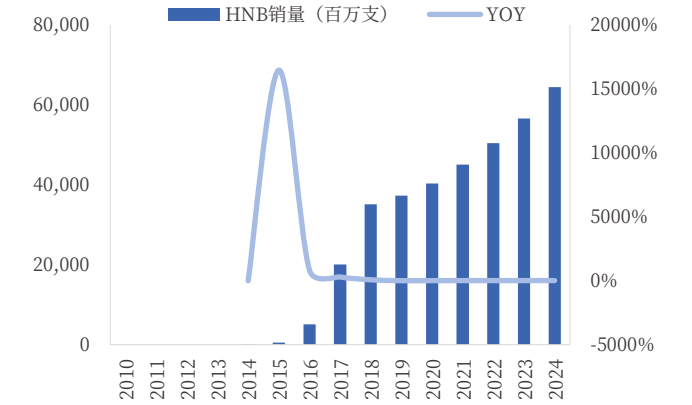
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图28：日本烟草销售额及 YOY



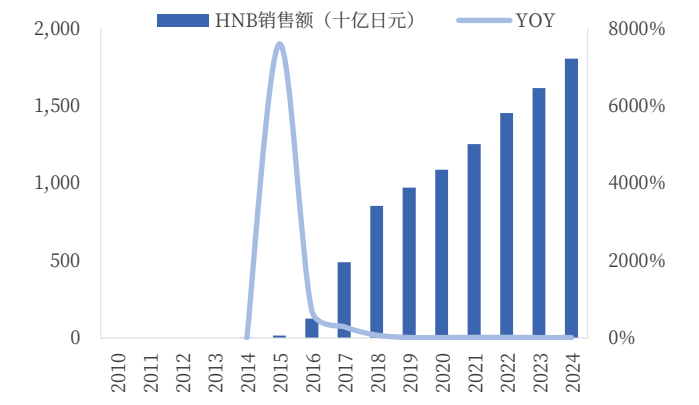
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图29：日本 HNB 销量及 YOY



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图30：日本 HNB 销售额及 YOY

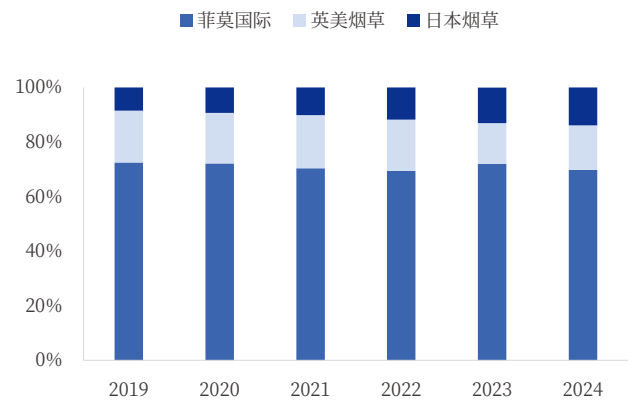


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

菲莫 IQOS 份额一骑绝尘，龙头企业均重点布局。从市场份额来看，2024 年菲莫国际在日本 HNB 市场中的市占率 70%，历史上一直维持在 70%以上水平。IQOS 产品 2014 年首次进入日本市场，在名古屋试销，2016 年实现全国范围内销售，深入渗透至便利店渠道，截至 2014 年，菲莫国际在日本累计开设体验店 2100 家，形成了“线下体验+便利店复购”的完整闭环。英美烟草（GLO）/日本烟草（PLOOM）产品分别于 2017 年、2013 年投入市场，2024 年市场份额分别为 16%/14%。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图31：日本 HNB 市场竞争格局



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

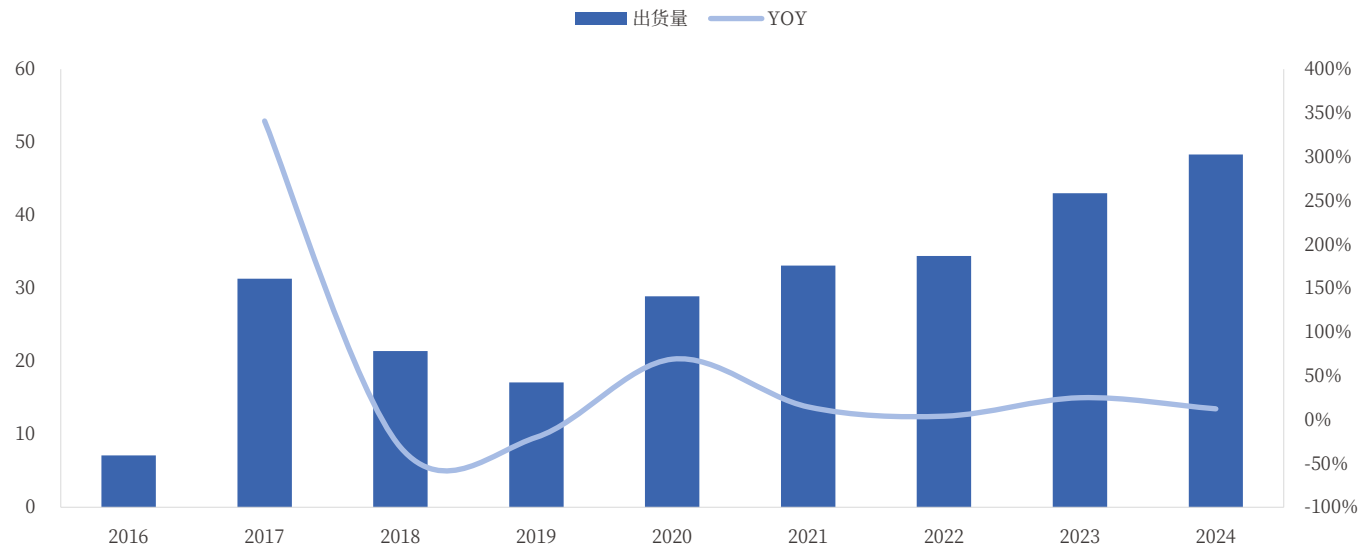
图32：日本便利店 IQOS 产品展示



资料来源：蓝洞新消费，中国银河证券研究院

禁止雾化电子烟+税收相对优势，构建 HNB 较高市占率。2010 年，《药事法》加强对日本境内雾化电子烟的监管。根据厚生劳动省发布的《药事法》第 2 和第 14 条，含尼古丁电子烟液因含尼古丁，符合第二条第三项 “医药品” 定义，被归为药品监管；雾化装置按医疗器械管理。含尼古丁电子烟液需取得厚生劳动大臣的制造销售许可，目前日本国内无获批产品，未经许可销售属违法。而 IQOS 等 HNB 产品被视为烟草制品，可以在境内合法销售，而税率为传统卷烟的 70%-90%，得益于缺少竞品和税收优势，HNB 产品在日本得以充分渠道下沉，拥有较高的市场渗透率。

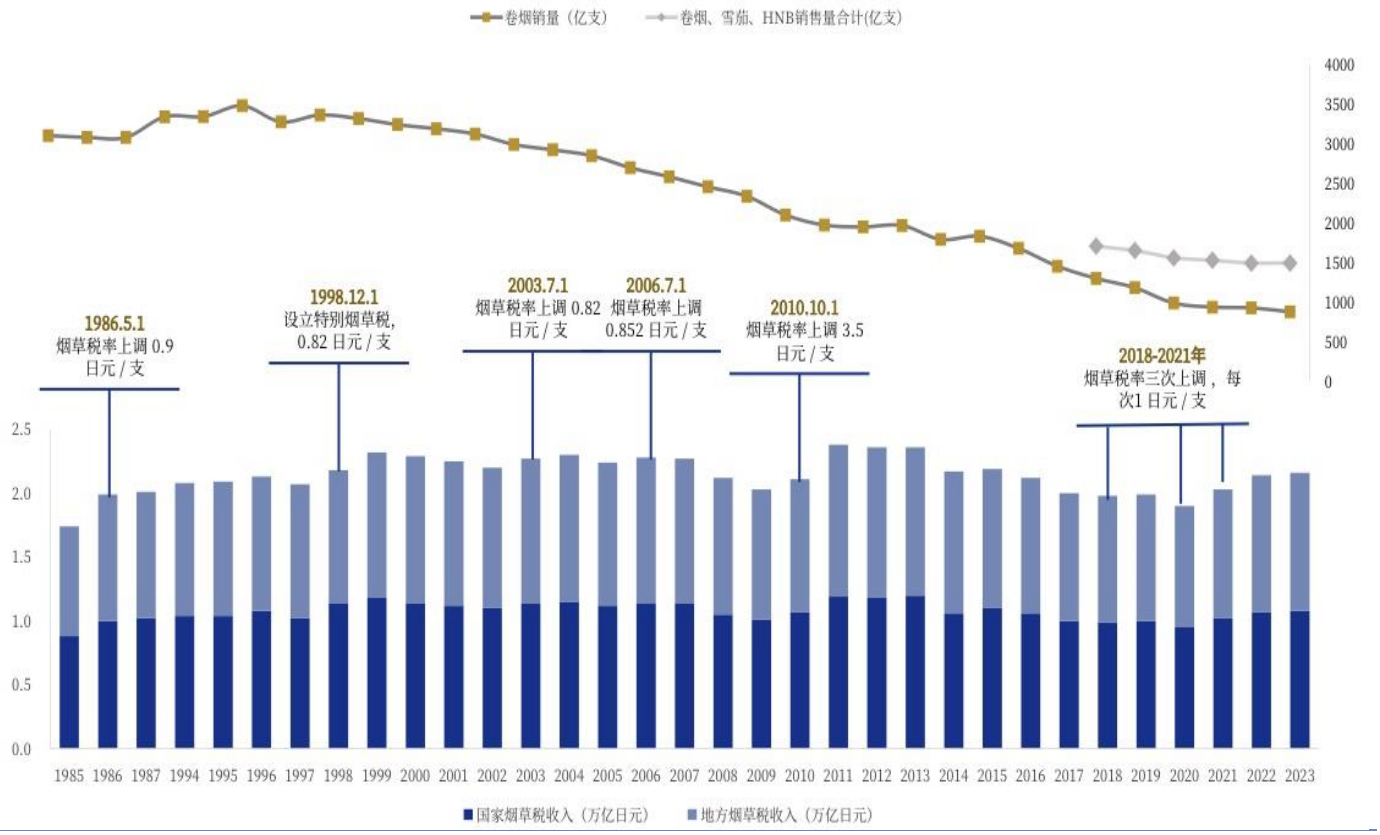
图33：菲莫国际日本出货量及 YOY（十亿单位）



资料来源：菲莫国际年报，中国银河证券研究院

传统卷烟销量持续下降，烟草税收承压。日本卷烟销量持续成下降趋势，在历史中，烟草销量连续明显下降时，政府会通过上调烟草税率的方式维持烟草税收入。2013-2023 年，卷烟销量自 1969 亿支下降至 878 亿支，销量承压迫使政府在 2018、2020、2021 年三次上调烟草税。

图34：日本卷烟销量与烟草税收入情况



资料来源：日本财务省，中国银河证券研究院

HNB 税收体系持续优化，或将成为烟草税重要来源。作为全球 HNB 渗透率最高的国家，相较于传统卷烟，新型烟草在日本展现出了较强的成长性，在此背景下，日本政府持续优化 HNB 征税体系，有计划地缩小其与传统卷烟的税差。

在当前征税体系下，HNB 采用从量计税+从价计税结合的计税方法，其征税单位与纸烟支数的折算方式为：征税支数=其重量（不含过滤嘴等）0.4 克折算为 0.5 支 后的支数+按其不含消费税的零售定价，参照 1 支卷烟的平均价格折算为 0.5 支 后的支数。日本财务省规定，自 2026 年 10 月起，HNB 折算支数，不再适用上述折算规则，而是根据以下加热式烟草的类别，分别按对应标准折算：

(1) 以纸或其他类似材料包裹的加热式烟草：按其重量 0.35 克折算为 1 支 计算支数。（单支重量不足 0.35 克的，按 1 支折算为 1 支卷烟。

(2) 除上述 (1) 以外的其他加热式烟草：按其重量 0.2 克折算为 1 支 计算支数。

另一方面，日本烟草税率将在 2027、2028、2029 年分三次上调，每次上调 0.5 元/支。日本财务省明确提出优化 HNB 税收体系，以消除不同香烟产品间的税负体系。

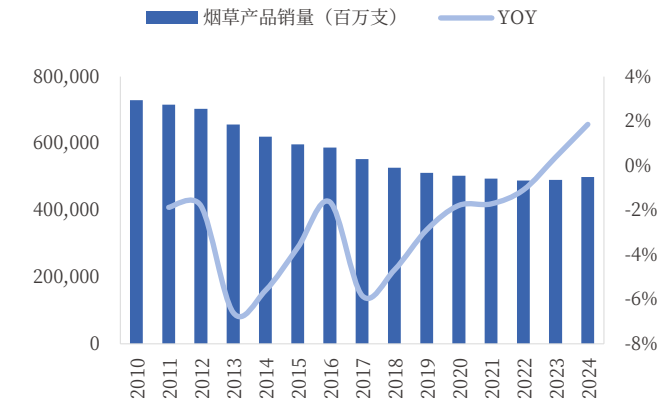
尽管日本逐步缩小 HNB 与传统卷烟之间税差的举措与当前大多数国家给予 HNB 税收优惠的政策相悖，但我们认为，在全球卷烟销量持续下降的大背景下，作为 HNB 渗透率显著高于其他国家的日本，其对 HNB 的征税政策对未来全球 HNB 征税政策的走向具有前瞻性和指导意义，在引导烟民消费习惯从传统卷烟向 HNB 逐步转化后，HNB 征税政策规范化是大势所趋。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

（二）欧洲：松监管+低税收，HNB 行业稳健发展

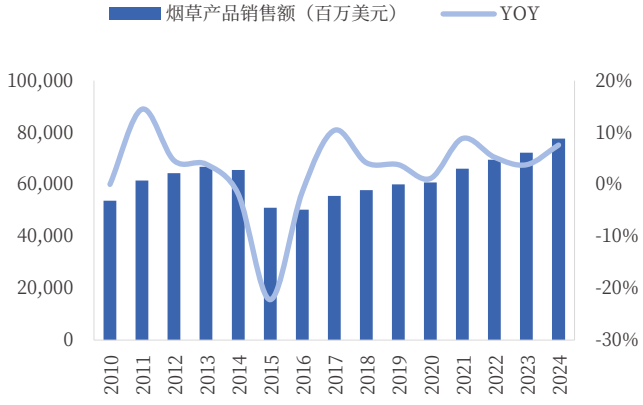
2024 年东欧、西欧 HNB 市场规模分别为 99/105 亿美元，同比分别+12.3%/+10.1%（对应烟草市场规模分别为 777/1928 亿美元，同比+7.6%/4.8%）。东欧、西欧 HNB 市场渗透率为 12.7%/5.4%。

图35：东欧烟草销量及 YOY



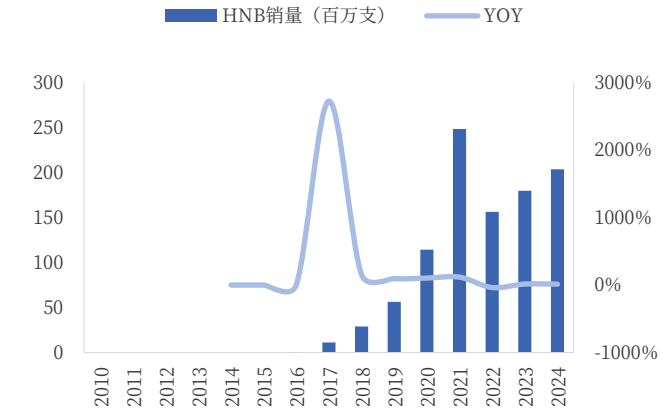
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图36：东欧烟草销售额及 YOY



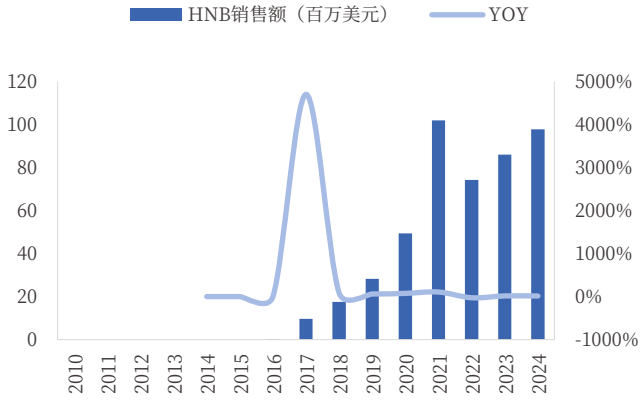
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图37：东欧 HNB 销量及 YOY



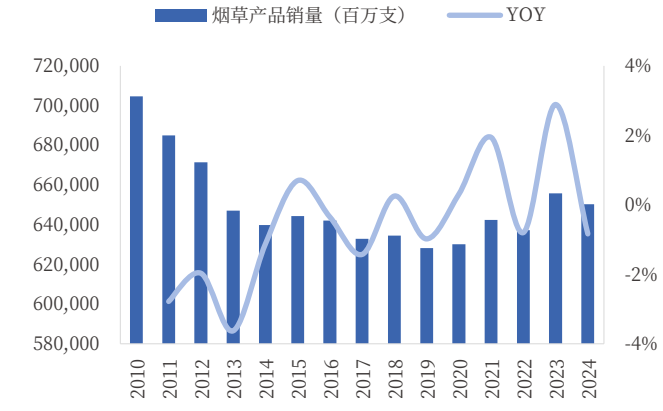
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图38：东欧 HNB 销售额及 YOY



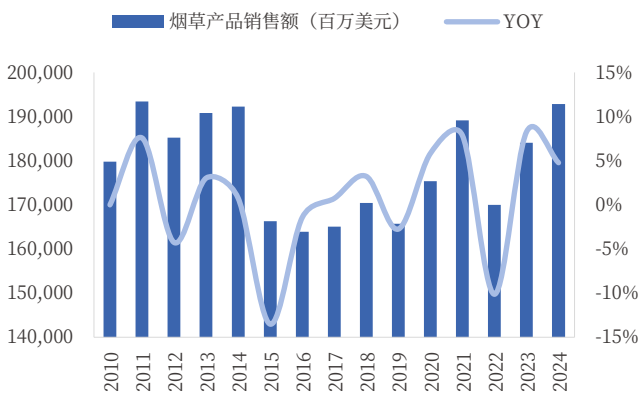
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图39：西欧烟草销量及 YOY



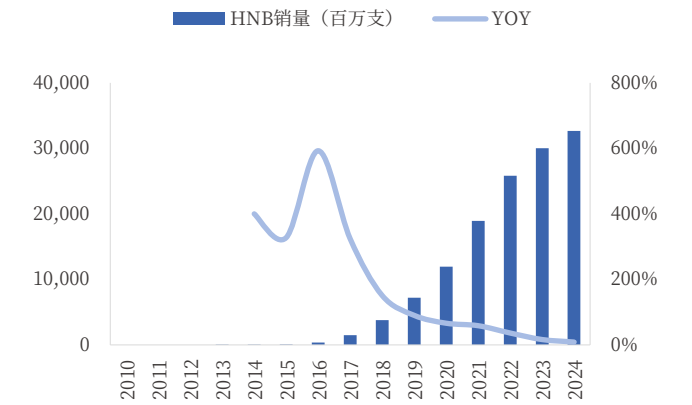
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图40：西欧烟草销售额及 YOY



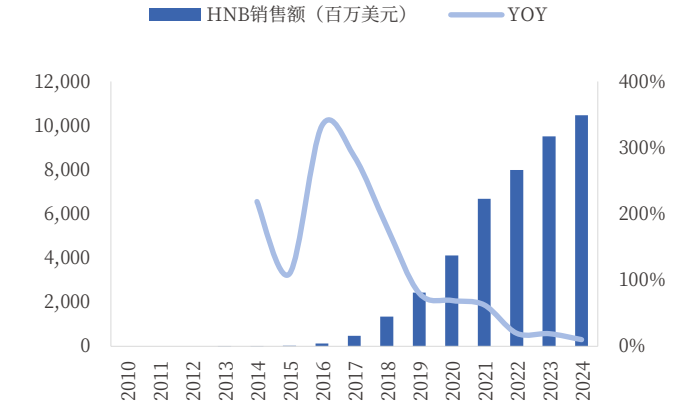
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图41：西欧 HNB 销量及 YOY



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

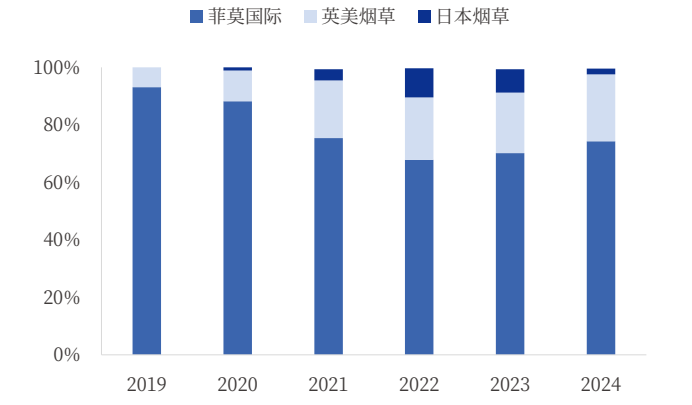
图42：西欧 HNB 销售额及 YOY



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

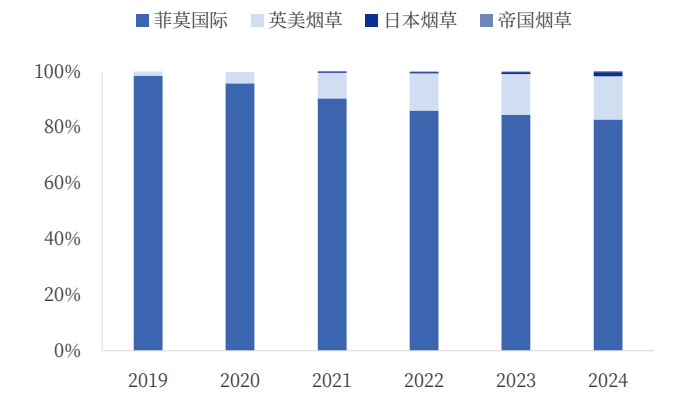
菲莫市占率较高，英美烟草持续加速布局。以 HNB 渗透率较高的俄罗斯（11.4%）和意大利（14.8%）为例，**俄罗斯市场：**2024 年菲莫/英美/日本烟草市占率分别为 74%/23%/2%，其中英美烟草市占率呈上升趋势，自 2019 年的 7%上升至 2024 年的 23%。意大利： 2024 年菲莫/英美/日本烟草/帝国烟草市占率分别为 83%/16%/1%/0.4%，其中英美烟草市占率自 2019 年 2%上升至 2024 年 16%。

图43：俄罗斯 HNB 市场格局



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图44：意大利 HNB 市场格局

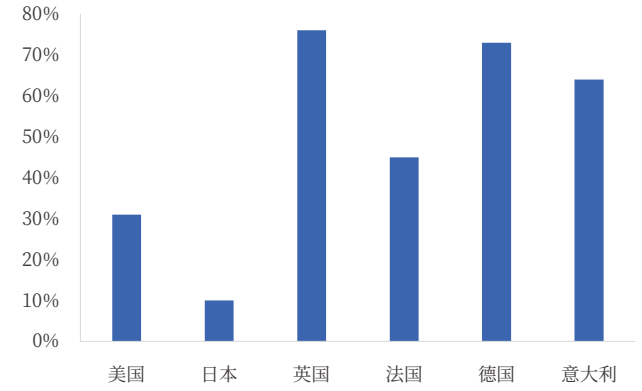


资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

监管政策较为宽松， HNB 税率显著低于传统卷烟。作为一种减害烟草产品，欧洲较多国家对 HNB 给予税收优惠，英国/法国/德国/意大利 HNB 与传统卷烟的税差分别为 76%/45%/73%/64%。从监管政策来看，2022 年开始欧盟委员会仅允许烟草味 HNB 产品在欧盟市场流通，禁止薄荷、水果、香草等特征性风味产品，致其增速较 2022 年前有所放缓，但仍快于全球平均水平。

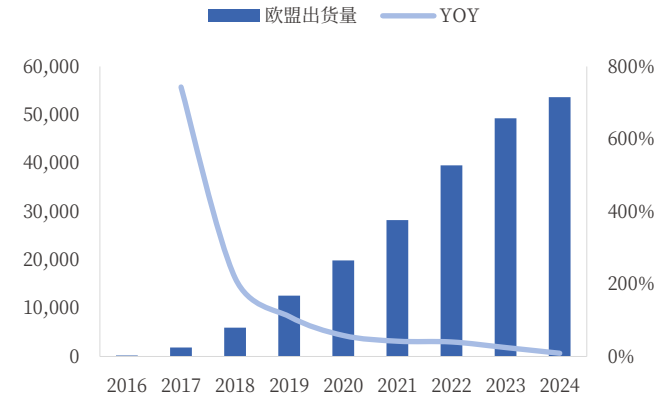
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图45：不同区域 HNB 与传统纸烟税差情况



资料来源：烟草在线，中国银河证券研究院

图46：菲莫国际欧洲出货量（百万单位）



资料来源：菲莫国际年报，中国银河证券研究院

从政策上来看，目前大多数国家针对 HNB 给予一定的税收优惠，导致 HNB 产品与传统卷烟产品有一定税差，但伴随全球卷烟销量逐步承压，部分国家开始着手于逐步提高 HNB 产品税率，提高其对烟草税利的贡献。

HNB 市场规模显著增长背景下，欧盟修改对应监管政策。据欧盟委员会 2014 年《烟草产品指令规定》，除卷烟和手卷烟外，其他烟草产品（含 HNB）可豁免“调味禁令”，2022 年，基于“HNB 市场规模显著增长（欧盟至少 5 国销量增超 10%、零售占比超 2.5%）” 的事实，欧盟委员会认定 “情势已发生重大变化”，故撤回 HNB 的调味豁免，要求其与卷烟一样遵守 “特征风味禁令”（含薄荷、水果等调味）。

意大利：取消 HNB 调味产品税率优惠，HNB 税率对应同步上调。意大利在 2023 年之后取消了针对薄荷、果味 HNB 10%的税收减免，并逐步提高 HNB 消费税（自 2021 年的 30%提升至 2023 年 40%）

英国：多次上调 HNB 税率。英国对 HNB 采用从量计税，2020-2021 年，征税额多次上调，从 243.95 英镑/公斤上调至 270.22 英镑/公斤，2023 年 4 月，进一步上调至每公斤 302.93 英镑，且明确未来将同其余烟草制品一样，延续“每年 4 月按上一财年 RPI+2% 自动上调” 的机制。

尽管欧盟国家针对 HNB 征收的烟草税仍显著低于传统纸烟，但伴随 HNB 市场渗透率持续提高，其监管显现出日益严格的规范，税率亦平稳提升。

表11：英国烟草制品税率历史变化情况

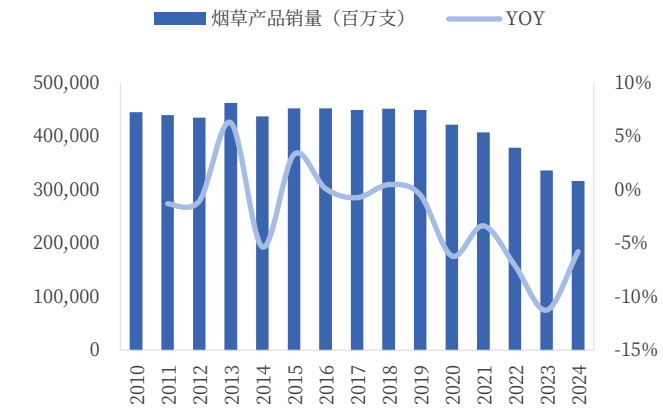
产品类型	税额（英镑/公斤）2020.3.11 起	税额（英镑/公斤）2020.11.16 起	税额（英镑/公斤）2021.10.27 起	消费税
HNB	243.95	251.60	270.22	13 便士/30g
手卷烟	253.33	271.40	302.34	1.11 英镑/30g
雪茄	296.04	305.32	327.92	27 便士/10g
香烟	237.34 英镑/公斤+零售价的 16.5%与 305.23 英镑/1000 支中孰高者	244.78 英镑/公斤+零售价的 16.5%与 320.90 英镑/1000 支中孰高者	262.90 英镑/公斤+零售价的 16.5%与 347.86 英镑/1000 支中孰高者	54 便士/20 支

资料来源：烟草市场、中国银河证券研究院

（三）北美：PMTA+MRTP 双重合规要求，仅 IQOS 通过认证

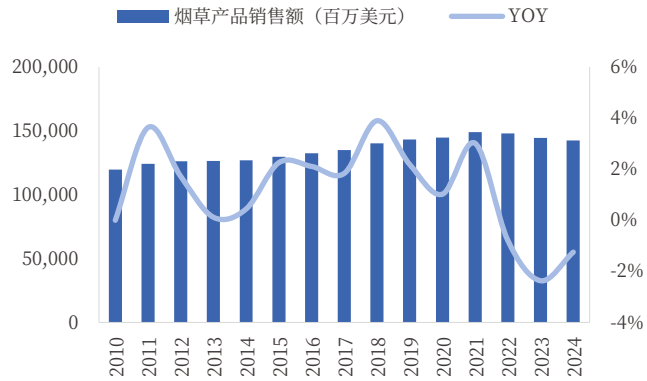
在美国，HNB 被认定为“烟草制品”，合法销售需经过 FDA 严格审批，通过 PMTA 准入（证明上市适合公众健康）与 MRTP（如需减害宣称）的双重合规要求，目前仅菲莫旗下部分 IQOS 产品通过认证，HNB 发展暂时受限。

图47：北美烟草销量及 YOY



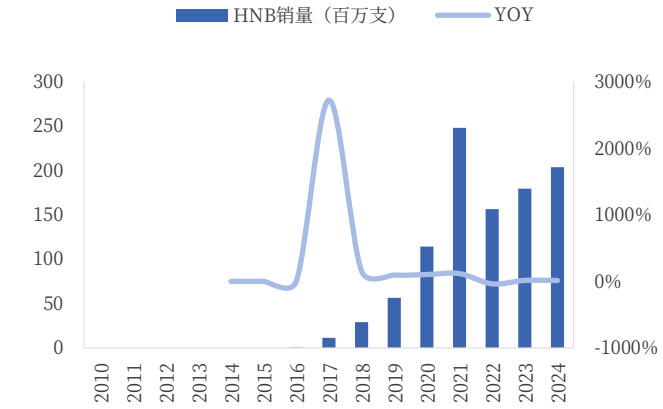
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图48：北美烟草销售额及 YOY



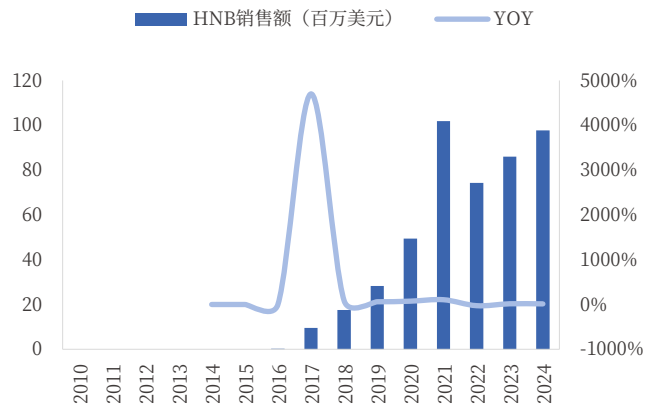
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图49：北美 HNB 销量及 YOY



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图50：北美 HNB 销售额及 YOY



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

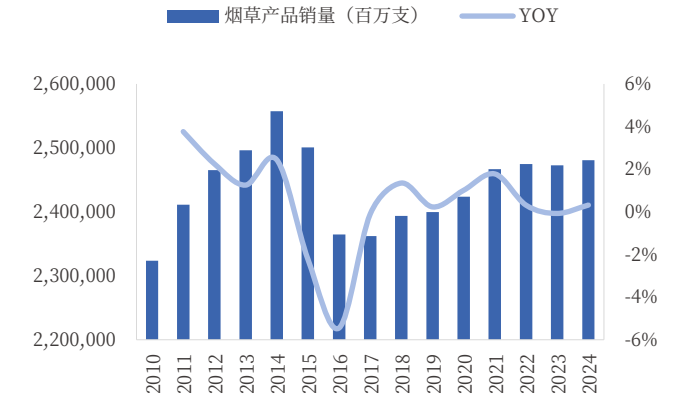
更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

三、中国：卷烟增速放缓，新型烟草迎来发展窗口期

（一）传统卷烟销量放缓，中烟 HNB 技术储备充分

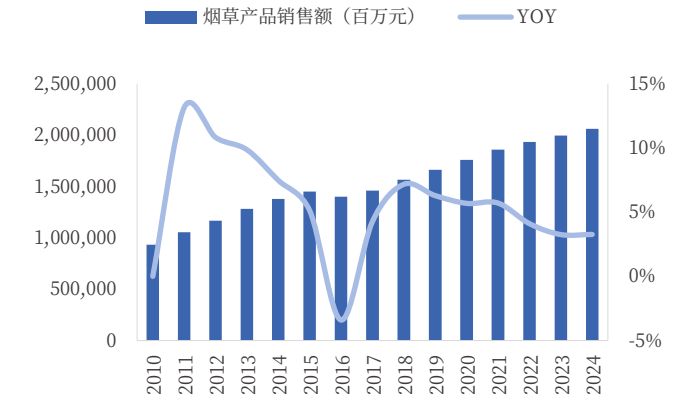
卷烟销量持续放缓。2025 年烟草行业实现工商税利总额 16570 亿元，同比增长 3.5%；实现财政总额 15800 亿元。虽然烟草税利依然维持增长，但伴随我国烟草产品销量持续放缓，烟草行业税利总额增速亦有所平缓。

图51：我国烟草产品销量及 YOY



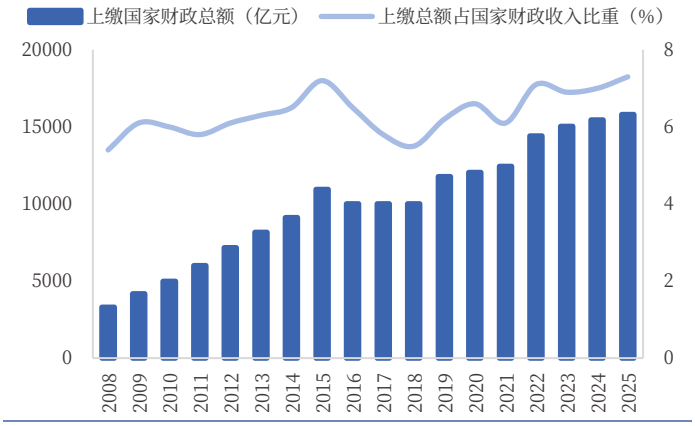
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图52：我国烟草产品销售额及 YOY



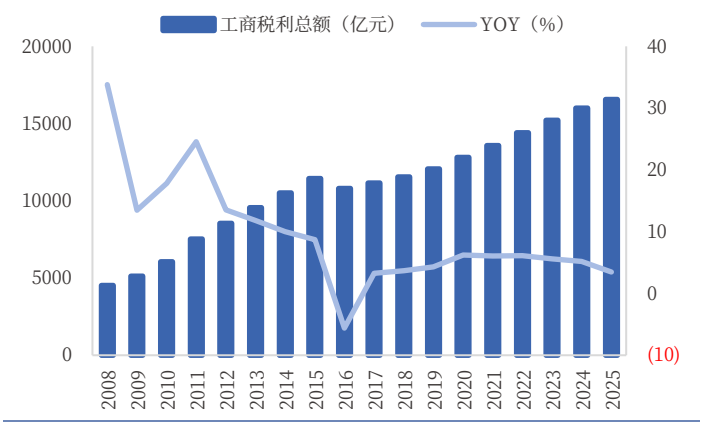
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院

图53：烟草行业上缴国家财政总额及占比



资料来源：国家烟草局，中国银河证券研究院

图54：烟草行业税利总额及 YOY



资料来源：国家烟草局，中国银河证券研究院

中烟 HNB 领域技术储备充分，已有产品海外试销。作为全球最大的烟草生产和销售国家，2024 年我国烟草制品销售额占世界总销售额的比重达 37.8%，而新型烟草占比仅 0.3%。虽然国内暂未放开加热烟草制品销售，但中烟在 HNB 领域已有布局。2013 年开始，国家烟草专卖局新型烟草制品工作领导小组成立。2014 年，国家烟草专卖局启动新型卷烟研究重大专项工作提出“高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，并将发展新型卷烟作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题，超前谋划、系统设计、统筹推进新型卷烟工作”。2014 年隶属中国烟草总公司、定位为行业级研究机构的上海新型烟草制品研究院正式成立，标志着行业新型烟草制品发展迈入新的阶段。

表12：我国 HNB 相关政策梳理

时间	相关政策
2013	国家烟草专卖局新型烟草制品工作领导小组成立
2014	全国烟草工作会议上，国家局主要领导即指出：要把握国际烟草市场发展趋势，高度重视加热不燃烧卷烟、电子烟、口含烟等新型烟草制品研发，并将发展新型卷烟作为关系行业可持续发展的战略性、全局性、长远性重大课题，超前谋划、系统设计、统筹推进新型卷烟工作。
2015	隶属中国烟草总公司、定位为行业级研究机构的上海新型烟草制品研究院正式成立，这标志着行业新型烟草制品发展迈入新的阶段。诚如国家局有关领导在讲话中所指出的“成立上海新型烟草制品研究院，是国家局把握新型烟草制品发展机遇、迎接新型烟草制品发展挑战而实施的重要举措，目的是促进行业新型烟草制品高起点、超常规、跨越式发展”。
2018	1、将加热不燃烧卷烟、电子烟及其他新型烟草制品按照烟草制品进行管理； 2、将新型烟草制品产业国际化发展纳入国家战略性新兴产业国际化发展战略； 3、将云南建设成为国家新型烟草制品产业国际化发展基地。

资料来源：烟草市场、国家烟草专卖局、《科技与创新》_廖波《我国新型烟草制品发展状况分析》、中国银河证券研究院

2017 年以来，许多中烟公司已开始涉足新型烟草领域，拥有较多技术和专利储备，其中云南中烟、湖北中烟、四川中烟、湖南中烟等四家中烟公司在 HNB 方面专利数均在 50 件以上。

2017 年，四川中烟率先在韩国推出“功夫-宽窄”系列，2018 年云南中烟、广东中烟、湖北中烟均推出 HNB 产品，在东南亚等地进行外销。另一方面，2018-2020 年，湖北中烟与四川中烟亦在武汉、成都分别设立 HNB 线下体验店。无论是从专利技术还是产品储备上，中烟目前都有所积累，为行业未来发展奠定了坚实基础。

表13：中烟公司 HNB 相关产品

中烟公司	烟具品牌	烟弹品牌	上市时间/上市国家	技术创新
四川中烟	功夫	宽窄	2017/韩国	采用刀片式中心加热、设备一体充电加热的方式，设备充满电后，续航能力可供抽吸 10 支烟弹。每次启动加热后，设备工作时长 210s，可供 15 口左右抽吸。
云南中烟	Webacco、VIPN	Ashima Lulu	2018/韩国	Webacco 采用分体嵌入式配合磁吸技术，可边充电边抽吸，充满电时可一次性抽吸 20 根烟弹，一根烟弹可以抽 5min 以上或者 14 口。 VIPN“可燃可烤”烟具为 360°环抱加热，采用不对称加热设计，具有燃烧充分且易清理的特点，运用了直接拔插、连续抽吸、过热安全保护等技术。 Ashima Lulu 为可燃可烤烟弹，是传统卷烟和新型烟草的有机结合体，能够做到一烟两用。 Webacco 扁形一次性电子烟，是一种便携式扁烟设计，即吸即抽。采用双发热丝专项技术，烟雾更浓更饱满。
广东中烟		MU+，ING	2018/老挝	烟弹为自主研发设计材料、结构以及配方烟丝发烟介质，解决了目前发烟介质原料来源单一问题，突破了工业化量产中的设备瓶颈，提高了产品感官质量稳定性。
湖北中烟	MOK	COO	2018/德国	“MOK”加热设备在针式加热、按压取烟、降温段等关键技术上取得突破，获得相关专利 159 项，具有完全自主知识产权。
安徽中烟	山之巅、Toop-zero	都宝(Dubliss)	2018/中国	自主研发了磁粒均热技术，可实现非接触式能量的均匀、稳定递送，受热体热能均匀分布，保障温度区间内的稳态加热。新研制的烟弹都宝为国内

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

				首批颗粒型 HNB 烟草制品。
山东中烟		方寸	2018/中国	2017 申请了"可调式烟草物料加热器”发明专利，即一种 HNB 加热器:②开发了适用于 HNB 烟草制品，属于“泰山”系列的“方寸”烟弹。
湖南中烟				2017 年申请的电加热低温卷烟专利获得批准，加热速度较快，可以实现快速出烟。 围绕“Usonicig“超声雾化电子烟在国内外申请专利 109 项。
贵州中烟				自主研发了新型卷烟红外加热技术，被认定为行业内新型卷烟热源技术的重大原理创新。在新型烟草制品核心技术领域共申请专利 50 余项，申请 PCT 国际专利 3 件，并参编行业标准 2 项。

资料来源：《现代营销》_张骥《加热不燃烧烟草制品研究现状和未来展望》、中国银河证券研究院

（二）《加热卷烟》及配套方法国家标准征求意见稿发布，HNB 或迎新机遇

7 月 28 日，由国家烟草专卖局组织起草的《加热卷烟》强制性国家标准和《加热卷烟 常规分析用吸烟机 定义和标准条件》等 3 项配套方法国家标准征求意见稿发布，征求意见周期为即日起至 9 月 26 日。《加热卷烟》强标起草主体为上海新型烟草制品研究院有限公司、上海烟草集团有限责任公司、中国烟草总公司郑州烟草研究院、国家烟草质量监督检验中心、云南中烟工业有限责任公司、湖南中烟工业有限责任公司、上海新烟检测技术有限公司、湖北中烟工业有限责任公司、江苏中烟工业有限责任公司、四川中烟工业有限责任公司，覆盖国内六大中烟 + 郑州烟草研究院 + 国烟质检中心，全部为烟草体系内单位，无外部产业链企业参与起草。

该征求意见稿释放积极信号，为 HNB 后续国内市场开放奠定了政策基础。

1、技术路线：《加热卷烟》国家标准未对 HNB 技术路线作出限制，“发热体位于烟具内部”和“发热体位于烟具内部”两种加热方式均被提及，即，中心加热、周围加热等技术路径均涵盖。

2、烟草基质：烟草基质应由烟叶、复烤烟叶、再造烟叶或烟丝加工制成。

3、口味规定：不同于此前公布的《电子烟》国家标准明确禁止非烟草风味，《加热卷烟》国家标准未提及口味限制。

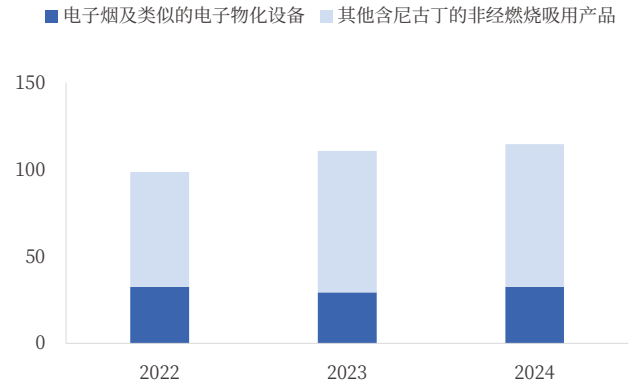
四、中国“智”造优势下，HNB 产业链机遇广阔

（一）中国 HNB 供应链迅速崛起

全球 HNB 行业快速发展，目前大多数龙头烟草公司电子烟业务均采用代工生产的模式，受益于国内较为发达的电子产品制造体系，目前行业呈现出了需求中心在欧美、而制造中心在中国的全球产业链格局。部分中国企业为国际 HNB 龙头提供代工等服务支持，中国 HNB 供应链迅速崛起。

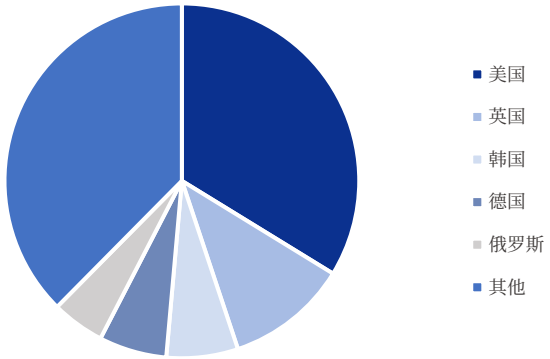
2024 年我国电子烟产品出口额达 109.61 美元，出口量 25.23 万吨，同比+8.12%，中国电子烟已出口至全国球 170 个国家及地区，其中出口至美国/英国/韩国/德国/俄罗斯的占比分别为 33.76%/11.12%/6.53%/6.18%/4.83%。

图55：中国电子烟出口额（亿美元）



资料来源：中国海关总署，盈趣科技公告，中国银河证券研究院

图56：24 年中国电子烟出口目的地情况



资料来源：中国海关总署，盈趣科技公告，中国银河证券研究院

（二）HNB 供应链拆解

拆分 HNB 供应链，包含烟弹和烟具两部分，

1、烟具：可重复利用，技术壁垒和产品差异主要集中在加热元件上。按照加热原理划分，HNB 分为电阻加热、电磁加热、红外加热、燃料加热和理化反应加热五种技术。各烟草巨头围绕自有产品均进行了密集的专利布局，红外加热等加热技术方向展现出较高的增长机遇。

1）电阻加热：技术比较成熟，加热效率高，升温速度快，传热面积大。但存在加热不均、片状发热体易断裂及难清洁等消费痛点。代表性产品包括菲莫国际的 IQOS 系列、韩国烟草的 LiL，四川中烟出品的“功夫（宽窄）”、云南中烟出品的“MC”、湖北中烟出品的“MOK 烟具+COO 烟弹”和广东中烟出品的“MU+ /ING”等。

2）电磁加热：热转化效率比较高，最高可达到 95%，可一定程度上解决电阻加热存在的受热不均匀的问题。但相对电阻加热成本更高，非接触式加热下控温精度不够高，对加热体的材料性能、导电性能要求高。菲莫国际 IQOS ILUMA，英美烟草 GLO Pro、Hyper 系列为电磁感应加热。

3）红外加热：属于辐射加热，可局部加热，温度控制相对容易且安全性高。但辐射加热的方式在电能转换为热能的过程中存在大量的能量损失，从而使加热效率相对较低，升温效率比不上热传导方式的电阻电磁加热，可能存在加热效果不够充分等问题。英美烟草 GLO Hilo 系列采用石英红外加热，搭配 TurboStart 技术

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

4）燃料加热和理化反应加热，目前产品较少，其中理化反应加热型的加热不燃烧卷烟只有专利保护尚无产品。

图57：HNB 加热技术分类及代表产品梳理



资料来源：《轻工科技》_杨建礼《加热不燃烧卷烟加热技术探究》，中国银河证券研究院

相关标的包括与英美烟草共同开发新一代 GLO Hilo 产品的思摩尔国际，为菲莫国际提供整机和模组研发和生产的盈趣科技。

烟弹主要由四个部分构成：

1）烟草段：与卷烟不同，烟草段的填充物不是烟丝，而是含烟雾生成剂、香精香料等物质的烟草薄片/再造烟叶/重组烟叶；

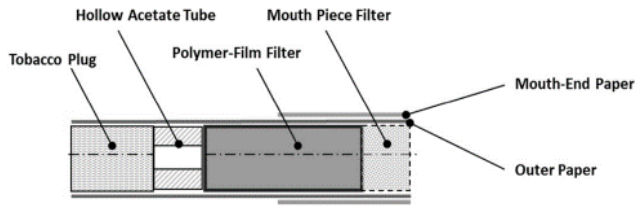
2）冷却过滤段：主要由聚乳酸（PLA）组成，遇热软化形变，吸收烟气热量，从而达到冷却气溶胶/降低烟气温度目的；

3）滤嘴：由低密度醋酸纤维丝束段组成，模仿卷烟感官同时过滤有害物质；

4）中空醋酸纤维段：支撑隔离烟草段和冷却过滤段作用。

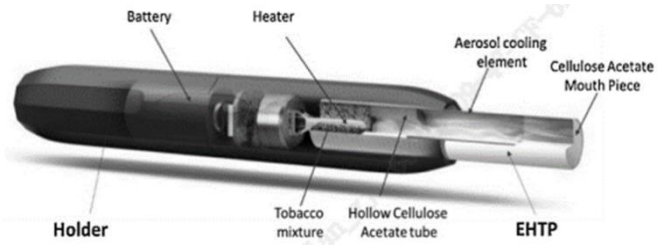
相关产业链公司包括恒丰纸业（HNB 用纸）、华宝国际（烟用香精）、中国波顿（烟用香精）等。

图58：HNB 烟弹的横截面图



资料来源：《现代营销》_张骥《加热不燃烧烟草制品研究现状和未来展望》，中国银河证券研究院

图59：加热烟草制品插入到加热棒时的横截面

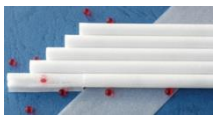


资料来源：《现代营销》_张骥《加热不燃烧烟草制品研究现状和未来展望》，中国银河证券研究院

（三）恒丰纸业：前瞻性布局 HNB 用纸

公司前瞻性布局新型烟草用纸，目前研制开发的产品包括专用片基用纸、封口纸、防渗透成形纸、RRP 成形纸、螺旋空管用纸、HNB 接装纸、HNB 卷烟纸等多种新型烟草制品用纸，根据用途不同，可赋予产品高吸收性、导热性、阻燃性、防渗透性等功能。公司持续加强与国内各中烟公司及国外烟草龙头的合作，新型烟草技术持续创新发力。

表14：恒丰纸业 HNB 用纸产品情况

产品种类	产品图片	产品用途
专用片基用纸		用作烟弹中烟草物质的载体，烟弹结构支撑
封口纸		用于加热不燃烧电子烟烟弹端部，具有封口作用，防止烟草薄片或颗粒掉落
防渗透成形纸		烟弹成形与防漏。可用于生产爆珠滤棒，防止爆珠破裂后液体渗出;也可用于加热不燃烧烟支中包覆烟草薄片，防止烟草提取物的渗出返黄
螺旋空管用纸		用于制作加热不燃烧烟弹的螺旋空管部分
HNB 卷烟纸		用于加热段包裹烟草物质的专用卷烟纸
HNB 烟用接装纸原纸		将烟弹各部分(丝束、烟草薄片等)搭接起来的卷烟材料，具有加热不燃烧性能

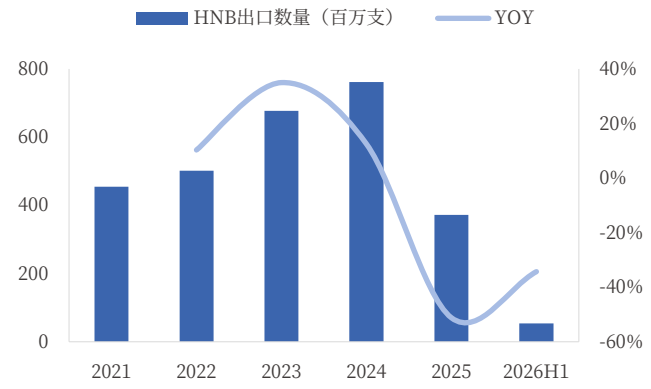
资料来源：恒丰纸业公众号、中国银河证券研究院

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

（四）中烟香港：中烟出海独家平台，有望直接受益

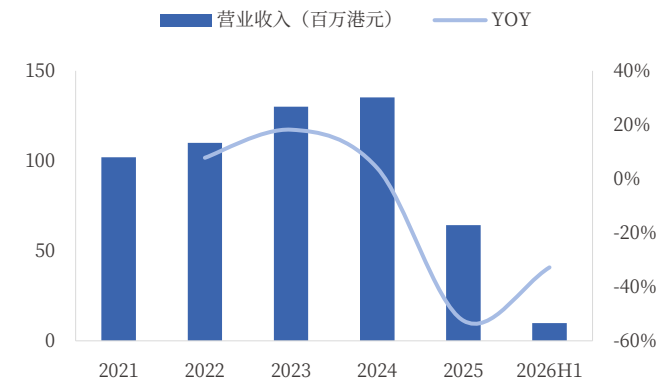
公司已覆盖东南亚、中亚、欧洲、中东等 50+ 国家和地区的批发 / 零售渠道，中烟体系 HNB 产品出海必须经中烟香港渠道，现有渠道可快速复用推广 HNB，公司作为独家出口平台有望直接承接增量。

图60：公司 HNB 产品出口数量及 YOY



资料来源：中烟香港公告，中国银河证券研究院

图61：公司 HNB 产品营业收入及 YOY



资料来源：中烟香港公告，中国银河证券研究院

（五）思摩尔：绑定 BAT，hilo 产品市场空间较大

公司专利积累扎实，避开国际巨头专利壁垒。思摩尔在 HNB 众多领域如加热技术、温控算法技术等均积累了多项关键专利，一方面深度绑定英美烟草，以专利共享+利润分成的方式达成合作，部分专利为二者共享，这使得思摩尔在技术方面有更高的话语权，而不仅仅为英美烟草的代工方。

另一方面公司进入中烟专利授权体系，与多家中烟公司建立专利合作，技术本土化定制确保合规性，避开国际巨头专利壁垒。如在加热技术方面，公司主攻红外+电磁复合加热与环形加热路线，避开菲莫国际陶瓷加热片专利壁垒。

表15：思摩尔 HNB 领域专利情况

专利领域	专利名称
红外 + 电阻复合加热	气溶胶产生装置及发热组件和发热结构
	发热体、加热不燃烧装置及其加热控制方法
电磁感应加热	发热结构及气溶胶产生装置
	气溶胶产生装置及其发热结构
陶瓷加热技术	加热不燃烧装置及其控制方法
智能温控算法	Turbo Start 快速预热算法
烟弹	中空蜂窝状烟草基质结构

资料来源：国家知识产权局、中国银河证券研究院

与英美烟草合作推出 GLO Hilo，市场表现良好

2024 年公司与英美烟草联合研发 HNB 领域新品 Hilo 系列，采用整机供应 + 核心技术授权 + 烟弹联合研发的深度战略合作模式，为英美烟草提供一站式解决方案。相比 Glo Hyper 系列，Hilo 产品采用 TurboStart™红外 + 电磁复合加热技术，可以实现 5 秒快速预热（Hyper 约 20 秒），并行业首创加热过程中随时插拔加热笔功能，解决传统分体式设备的痛点。该产品 2024 年 11 月塞尔维亚试销，2025 年 6 月日本宫城县试销，9 月全国发售，25H2 开始进入波兰、意大利等欧

洲市场，英美烟草计划 2026 年进一步为该产品开拓全球市场。产品的良好表现有望为公司构建强劲增长曲线。

表16：Hilo 与 Hyper 产品对比

	Hilo/Hilo Plus	Hyper Pro
推出时间	2024 年 11 月塞尔维亚试销，2025 年 6 月日本宫城县试销，9 月全国发售，	2024 年
加热技术	TurboStart™快速预热（5 秒），红外 + 电磁复合加热，温度达 370°C（Glo 历史最高）	HeatBoost™加热技术（约 20 秒预热）
产品形态	Hilo：一体式 Hilo Plus：分体式（充电盒 + EasySwitch™加热笔），支持加热中热插拔	一体式
续航能力	Hilo Plus 加热笔：独立使用最多 2 次抽吸 充电盒：额外提供多次充电	单次充电约需 90 分钟，续航可达全天；满电状态下，消费者总计可使用 20 次抽吸

资料来源：英美烟草官网，中国银河证券研究院

26H1 公司 HNB 业务收入超 9.61 亿元，同比增长超 3 倍，HNB 收入占总营收比重达 13.4%，Glo Hilo 产品在日本、波兰、意大利等市场市占率显著提高。公司规划上明确未来将优先投入 HNB 业务，进一步释放业务潜力。

新客户合作持续深化。公司亦推行“多客户”策略，持续推进与韩国烟草等国际龙头合作，26Q3 搭载差异化技术的新客户产品将上线。

表17：韩国烟草 HNB 新品 lil 参数情况

产品	lil Tonino Lamborghini
产品图片	
加热技术	微波内部加热，非传统发热体接触式加热
预热时间	约 3 秒
首发时间及市场	预计 2026 年 9 月 15 日首尔首发
销售渠道	约 8,300 家便利店（仅 Carbon Gray）+ lil Store + 3 家 lil MINIMALIUM 旗舰店

资料来源：2FIRSTS、THE ELEC、中国银河证券研究院

（六）盈趣科技：菲莫二级供应商，代工业务迅速起量

公司深入绑定核心大客户菲莫国际，起初为二级供应商，向菲莫的一级整机供应商 Venture 供货，目前已具备电子精密塑胶部件、核心加热模组及整机产品的研发及生产制造能力，逐步成为一级供应商，为菲莫国际提供部分机型整机和加热模组的研发和生产。从历史数据来看，电子烟研发和代工业务利润水平显著高于公司整体水平，伴随菲莫新型烟草业务的快速成长和市占率持续提升，公司收入有望放量。

2025 年 8 月公司进一步通过定增募集资金 8 亿元用于于马来西亚智造基地扩建、墨西哥智造

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

基地建设等项目，致力于构建亚洲（中国、马来西亚）、欧洲（匈牙利）及美洲（墨西哥）三地国际智造基地同步运营、分工生产、系统共建、体系共享的发展格局。在全球化背景下，拥有海外产能布局的电子烟制造企业在未来将获得明显的竞争优势。

五、投资建议

当前国内有较多企业参与到全球 HNB 产业链中，一方面在 HNB 市场迅速扩容背景下，行业β稳固突出，另一方面各公司凭借研发、制造等方面的优势积极构建自身α，建议关注 HNB 用纸产业链恒丰纸业、烟草进出口产业链中烟香港、与英美烟草共同开发新一代 GLO Hilo 产品的思摩尔国际，为菲莫国际提供整机和模组研发和生产的盈趣科技。

六、风险提示

经济政策不确定的风险：HNB 行业发展与政策引导高度相关，若相关政策发生变动将对行业产生重要影响。

市场竞争加剧的风险：HNB 产业链的竞争已经演化为全球范围内的竞争，若出现恶意降价等非良性竞争，会影响行业利润水平。

汇率价格波动的风险：HNB 产业链相关国内公司业务主要以出口为主，原材料采购主要以人民币计价结算。如果美元对人民币出现贬值，将降低出口产品折算成人民币的售价，进而降低公司的毛利率。

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

图表目录

图 1： 全球吸烟率变化.....5
图 2： 全球卷烟市场规模.....8
图 3： 全球 HNB 市场规模.....8
图 4： 全球烟草各细分市场规模（百万美元）.....8
图 5： 全球烟草各细分市场 10 年复合增速.....8
图 6： 全球烟草各细分市场占比（2013）.....9
图 7： 全球烟草各细分市场占比（2024）.....9
图 8： 全球雾化电子烟和 HNB 市场规模（百万美元）.....9
图 9： 全球雾化电子烟和 HNB 市场增速.....9
图 10： HNB 全球市场份额情况.....10
图 11： 2024 年各区域 HNB 渗透率（以出货量计）.....10
图 12： 2024 年各区域 HNB 渗透率（以出货量计）.....11
图 13： 菲莫国际 HTP 研发费用上投入变化.....12
图 14： 菲莫国际总营收（百万美元）.....12
图 15： 菲莫国际 HTP 收入（百万美元）.....12
图 16： 菲莫国际 HTP 收入占比.....12
图 17： 首款 IQOS 和薄荷口味万宝路 HeatStick 烟弹.....13
图 18： 全球首家 IQOS 旗舰店落地名古屋.....13
图 19： 菲莫国际 HTP 销量（百万单位）.....14
图 20： IQOS 用户数量（万人）.....14
图 21： 英美烟草总营收（百万英镑）.....15
图 22： 英美烟草 HTP 收入（百万英镑）.....15
图 23： 英美烟草 HTP 收入占比.....15
图 24： 英美烟草 HP 销量（十亿支）.....15
图 25： 帝国烟草总收入（亿英镑）.....16
图 26： 帝国烟草新型烟草收入（百万英镑）.....16
图 27： 日本烟草销量及 YOY.....17
图 28： 日本烟草销售额及 YOY.....17
图 29： 日本 HNB 销量及 YOY.....17
图 30： 日本 HNB 销售额及 YOY.....17
图 31： 日本 HNB 市场竞争格局.....18
图 32： 日本便利店 IQOS 产品展示.....18
图 33： 菲莫国际日本出货量及 YOY（十亿单位）.....18
图 34： 日本卷烟销量与烟草税收入情况.....19

图 35：东欧烟草销量及 YOY 20
图 36：东欧烟草销售额及 YOY 20
图 37：东欧 HNB 销量及 YOY 20
图 38：东欧 HNB 销售额及 YOY 20
图 39：西欧烟草销量及 YOY 20
图 40：西欧烟草销售额及 YOY 20
图 41：西欧 HNB 销量及 YOY 21
图 42：西欧 HNB 销售额及 YOY 21
图 43：俄罗斯 HNB 市场格局 21
图 44：意大利 HNB 市场格局 21
图 45：不同区域 HNB 与传统纸烟税差情况 22
图 46：菲莫国际欧洲出货量（百万单位） 22
图 47：北美烟草销量及 YOY 23
图 48：北美烟草销售额及 YOY 23
图 49：北美 HNB 销量及 YOY 23
图 50：北美 HNB 销售额及 YOY 23
图 51：我国烟草产品销量及 YOY 24
图 52：我国烟草产品销售额及 YOY 24
图 53：烟草行业上缴国家财政总额及占比 24
图 54：烟草行业税利总额及 YOY 24
图 55：中国电子烟出口额（亿美元） 27
图 56：24 年中国电子烟出口目的地情况 27
图 57：HNB 加热技术分类及代表产品梳理 28
图 58：HNB 烟弹的横截面图 29
图 59：加热烟草制品插入到加热棒时的横截面 29
图 60：公司 HNB 产品出口数量及 YOY 30
图 61：公司 HNB 产品营业收入及 YOY 30

表 1：新型烟草与传统烟草对比 4
表 2：世界卫生组织控烟禁烟政策 5
表 3：英国政府禁烟控烟、烟草监管政策 6
表 4：美国政府禁烟控烟、烟草监管政策 6
表 5：日本政府控烟禁烟政策 7
表 6：韩国政府控烟禁烟政策 7
表 7：全球允许/禁止 HNB 上市销售的国家（部分） 10
表 8：四大龙头 HNB 战略布局时间轴 11

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net

表 9： IQOS 加热不燃烧产品梳理 13
表 10： IQOS 与 GLO 最新产品对比 15
表 11： 英国烟草制品税率历史变化情况 22
表 12： 我国 HNB 相关政策梳理 25
表 13： 中烟公司 HNB 相关产品 25
表 14： 恒丰纸业 HNB 用纸产品情况 29
表 15： 思摩尔 HNB 领域专利情况 30
表 16： Hilo 与 Hyper 产品对比 31
表 17： 韩国烟草 HNB 新品 lil 参数情况 31

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

陈柏儒，轻工行业首席分析师，北京交通大学技术经济硕士，14 年行业分析师经验、10 年轻工制造行业分析师经验。

韩勉，轻工行业分析师，浙江大学本硕，2023 年加入中国银河证券研究院，从事轻工行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～10%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%～20%之间
		中性：	相对基准指数涨幅在-5%～5%之间
		回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：林 程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn
李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

更多免费行业报告 并购家 www.ipoipo.net