



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告
2025年10月28日

烟草行业八问八答： 政策、技术与需求的三重博弈

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucan@hazq.com
分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com

ESG 声明

- ▶ 本文仅作为探讨产业及产业链公司情况之用，亦包含由烟草产业链衍生之刚需消费，高股息投资策略，税收体系等内容的研究与讨论。我们无意于谈论或引导烟草行业所涉及的道德争议，以及使用烟草及类烟草产品的健康风险。关于使用烟草及类烟草产品可能引发的健康问题，请参考世界卫生组织相关声明：<https://www.who.int/home/search-results?indexCatalogue=genericsearchindex1&searchQuery=tobacco&wordsMode=AnyWord>）及中国烟草相关声明：<http://www.tobacco.gov.cn/gjyc/zhgl/202101/8c9f58fd27864e80815797f5f9cbe0fe.shtml>）。

核心观点

- ▶ **第一问：进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防御属性？**
 - 进攻方面，烟草公司通过区域和品类多元化持续推动EPS增长，具有较高成长性；防守方面，烟草具有刚性消费和重复消费的特征，价格弹性极低，逆周期属性强。将奥驰亚与可口可乐进行对标，两者均为长周期消费成长股，通过高定价权与产品优化组合推动EPS增长，实现穿越周期发展。
- ▶ **第二问：产品——烟草行业的产品格局将走向何方？**
 - 近年来，传统烟草市场规模逐步萎缩，新型烟草市场高速发展，2020年，加热不燃烧的市场规模超过电子烟，成为新型烟草领域新的市场领导者。传统卷烟向新型烟草转化是口味和健康双螺旋递进的演绎，新型烟草减害性优势显著，口感更为多样。此外，在各跨国烟草公司积极布局新型烟草制品，推动市场份额扩大的战略下，新型烟草制品的渗透率有望持续提升。
- ▶ **第三问：市场——烟草行业的市场格局将走向何方？**
 - 当前，中国为全球最大传统烟草市场，美国为全球最大新型烟草市场，日韩国内新型烟草市场份额领先。展望未来，美国与欧洲市场或存变数。美国市场当前雾化电子烟规模领先，但基本为HNB空白市场，随着PMI与BAT达成和解，HNB市场有望得到快速发展。欧洲市场监管呈现“雾化越走越紧、HNB 相对稳定”的态势，有望推动HNB逐渐占据市场上峰。

核心观点

➤ 第四问：合规——是什么决定了各国对电子烟的不同态度？

- 烟草产品的产品与国别结构主要由各国的政策法规决定，税收影响各国对于传统烟草和新型烟草的不同政策态度，而健康影响各国对于不同新型烟草产品的不同政策态度。但严政策弱监管或导致反向效果，非法电子烟市场规模持续攀升。

➤ 第五问：品牌——烟草行业的品牌格局将走向何方？

- 当前，传统烟草市场集中度高，万宝路、云斯顿、骆驼品牌占主导地位；新型烟草方面，PMI和BAT市占率领先。政策变化叠加各公司战略布局侧重，新型烟草品牌格局仍有变数。

➤ 第六问：思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

- 复盘美国雾化电子烟行业格局演绎，短短十余年，市场第一从Blu（帝国烟草）→NJOY→JUUL→Vuse（英美烟草）经历了多次易主。我们认为，技术突破、流量红利、监管合规是交替主导电子烟“王者轮替”的三条主线。依此分析，从技术突破角度，Glo Hilo具备加热时间短、温度高、成本低等优势。从流量红利角度，英美烟草重视Glo Hilo推广。

➤ 第七问：中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

- 全球烟草制度的差异决定了海外烟草经营需要独家专业营运平台，菲莫国际从奥驰亚集团拆分正是贯彻了独立运营国际业务战略。中烟香港作为中烟国际负责境外资本市场运作及国际业务拓展的指定境外平台，承载中国烟草全球化战略使命。展望未来，1) 中烟国际或把更多进出口业务置于中烟香港体内；2) 地方中烟公司的海外资产亦或置于上市公司；3) 中烟香港收购烟叶类产品供应商、具有增长潜力的卷烟品牌、有价值的新型烟草制品品牌和专有技术、优质批发商和销售渠道。

➤ 第八问：产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

- 烟用物资是卷烟和电子烟生产中的关键配套材料，卷烟烟用物资包括：烟标、卷烟纸、烟用接装纸、滤嘴棒、烟用胶粘剂、烟用油墨等；电子烟烟用物资包括：烟标、锂电池、控制芯片、雾化芯、烟油、结构件/外壳等。产业链公司包括劲嘉股份、东风股份、陕西金叶、新宏泽、创新股份、力图控股、永吉股份、顺灏股份、集友股份、恒丰纸业等。

风险提示

- 1) **行业监管政策风险**。烟草行业受到政府严格监管，新的法律法规的实施、监管机构的执法力度加强、政策导向的变化等可能会对烟草行业发展产生重大影响。
- 2) **供应链份额变化风险**。供应链的稳定性受市场需求的变化、供应链中各环节的协调性以及外部环境的影响等，如若供应链中出现库存积压、产能过剩或供应短缺等问题，会引发供应链份额变化，进而影响企业的盈利能力和市场竞争力。
- 3) **引用数据溯源风险**。报告中引用数据的数据质量、数据来源可靠性、数据处理正确性等较难溯源，可能导致引用数据的不准确、不完整或过时，进而影响观点的有效性和正确性。
- 4) **新产品拓展进度不及预期**。烟草行业的新产品研发、新业务拓展进度若低于预期，可能对行业和企业未来增长带来不利影响。
- 5) **财税政策变化风险**。财税政策的变化可能包括但不限于税率调整、税收优惠政策的变更、税务征管方式的改变等，财税政策变化将直接影响烟草行业的税务负担和合规性。
- 6) **产品价格调整风险**。价格调整可能会影响消费者的购买决策，导致需求的波动，价格调整对长期利润、市场份额和品牌声誉等方面会产生影响。

1.进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防守属性？

➤ **进攻：烟草公司通过区域和品类多元化持续推动EPS增长。**以PMI为例，2016年以前，由区域扩展贡献PMI EPS核心增量。自上市以来，PMI来自亚洲/拉丁美洲和加拿大的收入占比由2008年的19.7%/5.0%提升至2016年的28.7%/8.4%，而PMI来自欧盟的收入占比由2008年的45.40%下降至2016年的35.80%。2016年以后，由RRP系列贡献PMI EPS核心增量。PMI自2005年就开始启动IQOS研发项目，于2014年在日本推出IQOS产品，2016年以来，PMI的业绩增长主要由RRP系列贡献。此外，受益于电子烟的高科技属性，产品利润率较高，且电子烟税率低于传统卷烟，经我们的测算2016和2017年PMI RRP系列税率仅为0.8%和5.1%，RRP系列产量放量带动PMI 综合税率即使是在各国加征烟草税的背景下仍实现边际下降，为PMI进一步释放净收入与毛利空间。

2016年以来，PMI的收入、成本和税金情况（亿美元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2016-2024CAGR
收入	74,953	78,098	79,823	77,921	76,047	82,223	80,720	84,578	89,441	2.23%
成本	9,391	10,432	10,758	10,513	9,569	10,030	11,402	12,893	13,329	4.47%
税金	48,268	49,350	50,198	48,116	47,353	50,818	48,958	49,404	51,563	0.83%
税后收入	26,685	28,748	29,625	29,805	28,694	31,405	31,762	35,174	37,878	4.48%
可燃产品收入	25,952	25,107	25,529	24,218	21,867	22,067	21,572	22,334	23,218	-1.38%
RRP收入	733	3640	4096	5587	6827	9115	9919	12,534	14,327	45.00%
毛利	17,294	18,316	18,867	19,292	19,125	21,375	20,360	22,281	24,549	4.48%
税率	64.40%	63.20%	62.90%	61.70%	62.30%	61.80%	60.65%	58.41%	57.65%	
毛利率	23.10%	23.50%	23.60%	24.80%	25.10%	26.00%	25.22%	26.34%	27.45%	

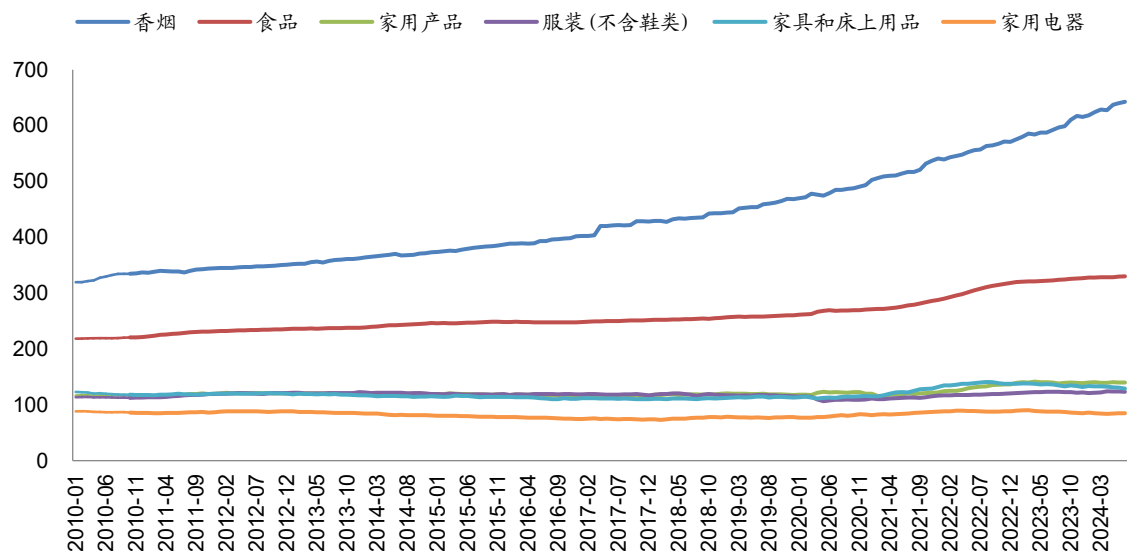
资料来源：PMI公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

1.进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防守属性？

- **防守：烟草消费需求刚性，逆周期属性强。**烟草属于成瘾类消费品，其中含有的尼古丁可以让消费者产生强烈的愉悦感和满足感，因此烟草具有刚性消费和重复消费的特征，价格弹性极低，具备极强的产品壁垒，无论经济周期如何波动，烟草消费受到的影响都较小。拉长周期来看，从1982年以来，美国香烟销量持续下滑，香烟行业主要通过提高价格来提升收入，即使在衰退时期香烟价格仍然保持增长而销量并未大幅下降。2001年互联网泡沫下，美国香烟销量同比下降2%，但香烟价格同比增长20%，推动市场规模同比增长17%。

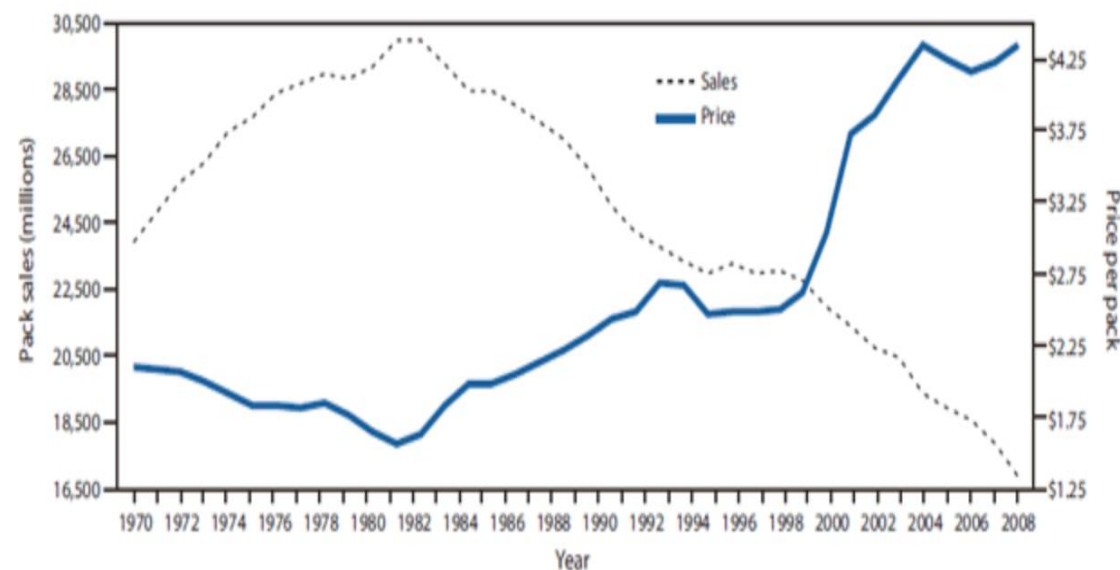
美国各消费品CPI季调



资料来源：Wind，美国劳工部，华安证券研究所（香烟、家用产品、家用电器的CPI 1997年12月=100，食品、服装、家具的CPI 1982-84年=100）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

1970-2008年美国香烟销量和每包平均价格

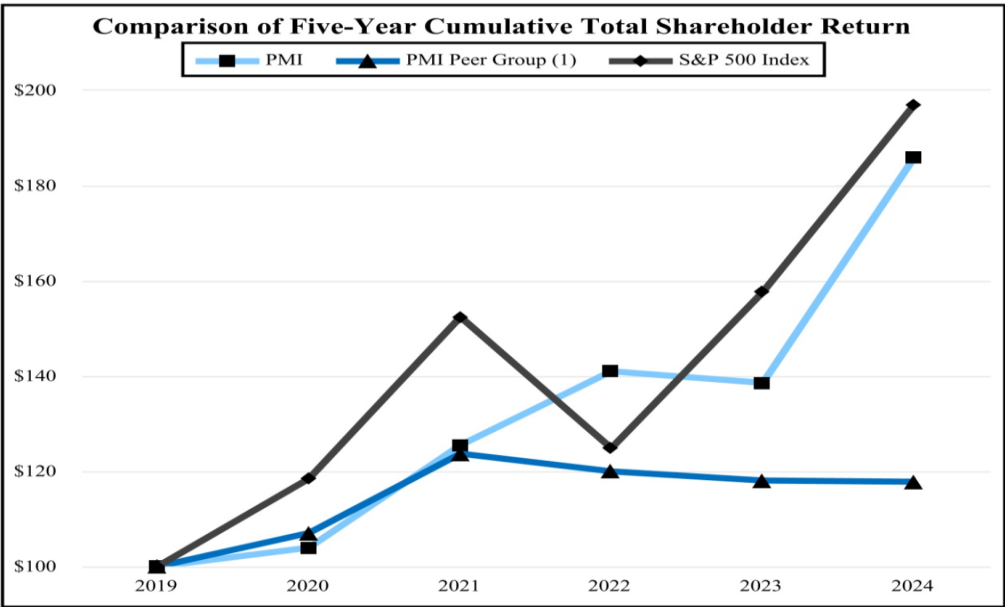


资料来源：Chaloupka FJ。《烟草税的经济学》，华安证券研究所（销量左轴，单位为百万包，价格右轴，单位为美元/包）

1.进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防守属性？

➤ 稳定的业绩增长和高股息是推动菲莫国际股价上涨的两大重要因素。以菲莫国际为例，2009/1/1至2024/12/31，菲莫国际的股价收益率为499%，期间，公司的EPS CAGR为0.71%，每股股利 CAGR为5.79%。分四大因素来看，估值贡献/盈利贡献/分红贡献/股本贡献分别为24%/35%/26%/15%，稳定的业绩增长和高股息是推动菲莫国际股价上涨的两大重要因素。从股息层面看，烟草公司现金流较好，可以提供稳定的股利，菲莫国际自2008年上市以来，每年都在增加年度股息，累计增长193.5%，年复合增长率为6.6%。从EPS层面看，自1982年以来，美国香烟销量持续下降，香烟行业主要通过提高价格来维持收入规模，除此之外，PMI还通过区域扩展和产品创新来驱动收入增长。

PMI与S&P 500 回报率比较



资料来源：PMI公告，华安证券研究所

菲莫国际年度股息

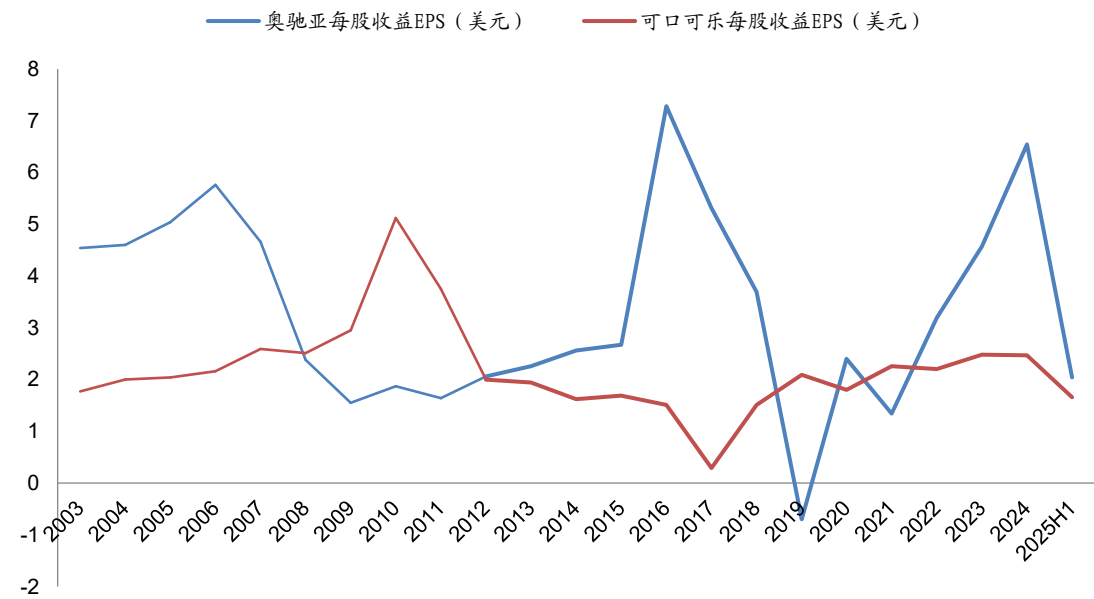


资料来源：PMI官网，华安证券研究所

1.进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防守属性？

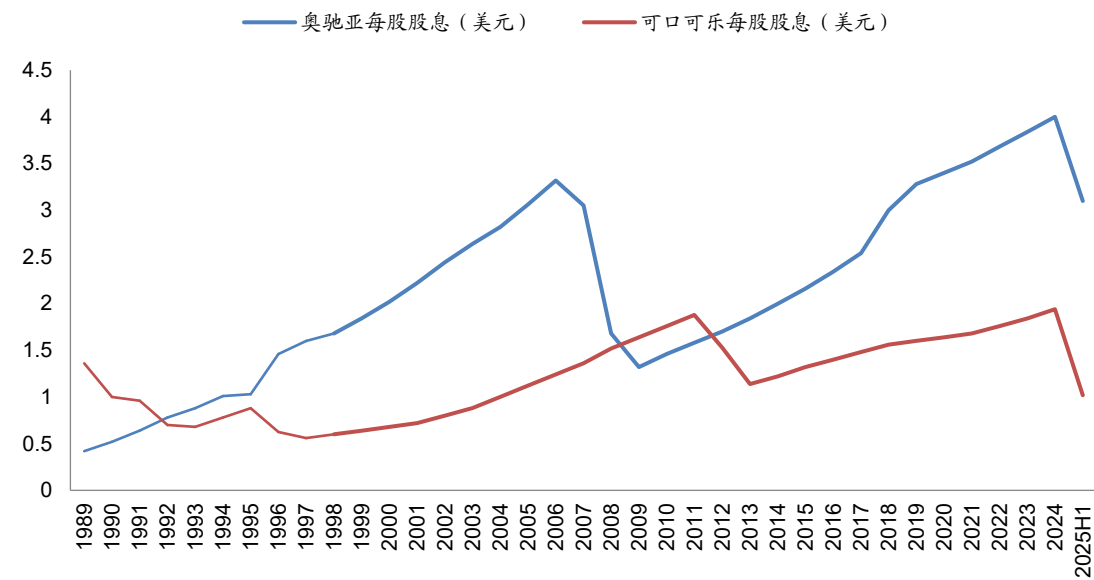
➤ 奥驰亚与可口可乐均为长周期消费成长股，实现穿越周期发展。奥驰亚与可口可乐的每股收益呈现波动上升态势，在2008年金融危机与2020年新冠疫情期间均未出现较大下滑。尽管卷烟销量下降，但奥驰亚通过提高产品价格，保持了收入和利润的增长，并积极推进“超越吸烟”战略，布局电子烟、加热不燃烧和口服尼古丁等新型烟草产品，以满足消费者多样化的需求。根据公司业绩指引，2025年，预计调整后稀释每股收益在5.35美元至5.45美元范围内，相较于2024年5.19美元实现3%-5%的增长率，略高于当前的通胀率，表明公司在艰难的市场中具有持续增长的能力；奥驰亚的年度每股股息由1989年的0.42美元上涨至2024年的4美元，CAGR为6.65%，公司通过高额股息持续回报股东，增强投资者信心。

奥驰亚与可口可乐每股收益对比



资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

奥驰亚与可口可乐每股股息对比

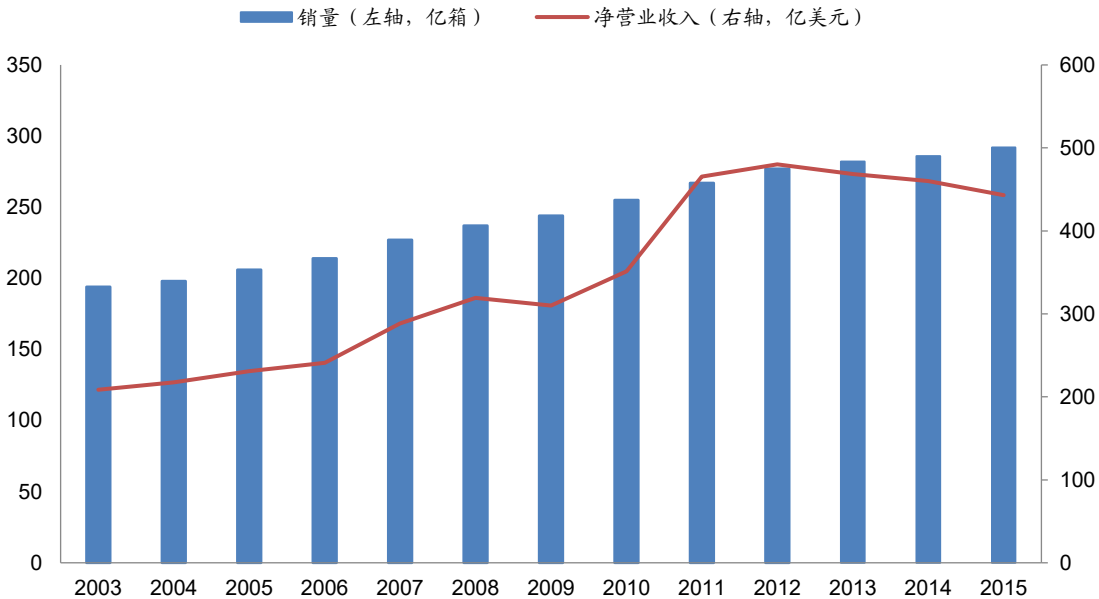


资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

1.进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防守属性？

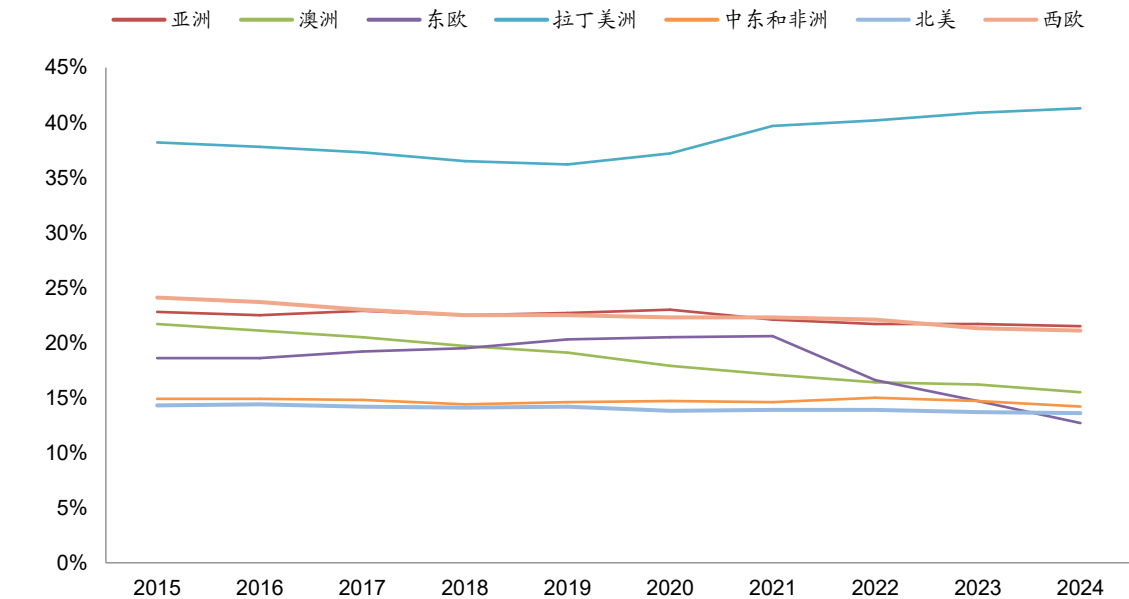
➤ 销量增长为早期可口可乐EPS上涨的核心驱动因素，定价权与产品优化组合主导后期EPS增长。1) 早期扩张阶段：可口可乐销量由2003年的197亿箱上涨至2015年的294亿箱，在世界的销量与市场份额不断上升。全球人均饮料消费量的增长，特别是碳酸饮料在新兴市场的普及推动EPS从1.77美元/股上涨至巅峰时期的5.06美元/股。2) “重构”阵痛阶段：全球碳酸饮料销量见顶，可口可乐遭遇了增长瓶颈。在此阶段，可口可乐的全球市场份额维持在24%左右，其他地区的市场份额也出现略微下滑。在销量增长乏力的情况下，公司开始更多地依赖定价来推动收入增长。通过品牌升级、包装创新和价值营销，成功实现了EPS的提升。随后，公司大力淘汰数百个表现不佳的品牌（如Zico椰子水、Odwalla），将资源集中在核心优势品牌（如可乐、雪碧）和增长型品类上（无糖/低糖产品、运动饮料、咖啡、智能水、果汁），提升EPS增长质量。

可口可乐销量与净营业收入



资料来源：可口可乐官网，华安证券研究所

可口可乐在不同地区的市场份额 (%)

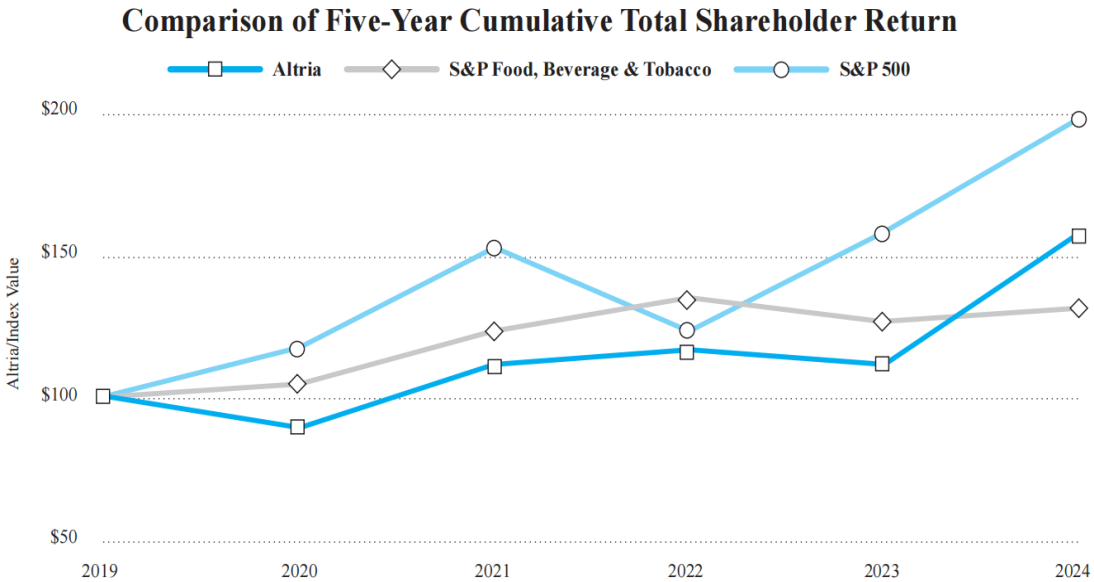


资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

1.进攻vs防守——怎么理解烟草股的进攻和防守属性？

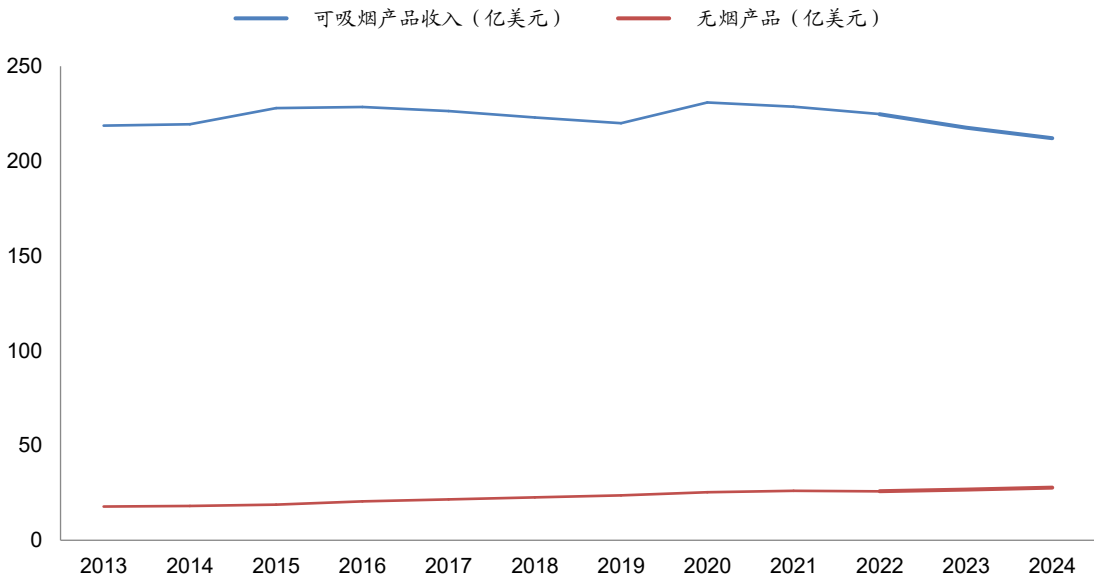
➤ 定价权成为推动奥驰亚EPS增长的核心原因，新型烟草发展助力EPS修复。2013-2024年，奥驰亚可吸烟产品的出货量由1305.1亿支下降至703.36亿支，以每年3%-5%的速度下降。而可吸烟产品的营业收入由218.68亿美元下降至212.04亿美元，并未出现较大幅度的下滑。奥驰亚强大的定价权在维持其营业收入稳定方面发挥了巨大的作用，公司通过每年数次提价，轻松抵消了销量下滑带来的负面影响，确保了营收和利润的稳定增长。奥驰亚通过对美国无烟烟草公司和哥本哈根等品牌的收购和整合，使得无烟烟草领域成为新的增长点，部分弥补了香烟销量的下滑。奥驰亚旗下的口服尼古丁袋品牌“on!”增长迅速，2024年全年出货量上涨40.2%，第四季度上涨44.4%，已成为美国市场的领导者之一，未来将成为助力奥驰亚EPS增长的重要原因。

奥驰亚与S&P 500 回报率比较



资料来源：奥驰亚官网，华安证券研究所

奥驰亚可吸烟产品和无烟产品营业收入



资料来源：奥驰亚官网，华安证券研究所

2.产品——烟草行业的产品格局将走向何方？

► 近年来，传统烟草市场规模逐步萎缩，新型烟草市场高速发展。多年来，卷烟在全球烟草市场中占据主导地位，但近年来随着消费群体和消费习惯的变迁，占比持续下滑。根据欧睿数据，2010-2024年，新型烟草市场快速发展，CAGR为12.96%，在烟草总量中的占比不断攀升；其中电子烟CAGR为24.92%，2013-2024年加热不燃烧CAGR为129.42%。2020年，加热不燃烧的市场规模超过电子烟，成为新型烟草领域新的市场领导者。根据GSTHR预测，2030年，新型烟草销售额将达到1670亿美元，这将使新型烟草的全球市场份额提升至13.6%；具体来看，全球电子烟市场价值将达到约533亿美元，加热不燃烧产品市场价值将达到804亿美元，将分别占全球新型烟草市场规模的近32%和48%。

全球烟草市场规模（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
烟草总量	6723.23	7484.15	7709.52	7893.06	8061.11	7733.34	7568.88	7790.73	8175.98	8273.79	8556.11	9303.21	9151.57	9274.01	9383.02	2.41%
卷烟	6162.66	6868.25	7089.16	7251.74	7368.51	7044.89	6842.27	6955.48	7156.67	7104.01	7245.15	7771.49	7598.53	7634.12	7702.11	1.61%
占比	91.66%	91.77%	91.95%	91.87%	91.41%	91.1%	90.4%	89.28%	87.53%	85.86%	84.68%	83.54%	83.03%	82.32%	82.09%	
雪茄、雪茄烟和吸食烟草	406.74	450.13	462.15	490.33	512.51	491.45	501.94	542.63	616.09	671.68	778.11	889.36	865.98	870.89	833.67	5.26%
占比	6.05%	6.01%	5.99%	6.21%	6.36%	6.35%	6.63%	6.97%	7.54%	8.12%	9.09%	9.56%	9.46%	9.39%	8.89%	
新型烟草	153.81	165.75	158.2	150.98	180.07	196.66	224.65	292.61	403.2	498.08	532.82	642.33	687.04	768.98	847.24	12.96%
占比	2.29%	2.21%	2.05%	1.91%	2.23%	2.55%	2.97%	3.76%	4.93%	6.02%	6.23%	6.9%	7.51%	8.29%	9.03%	
无烟烟草	143.76	150.03	135.5	110.27	112.4	113.75	118.61	124.03	127.55	129.08	130.21	132.73	135.37	138.32	137.86	-0.30%
电子烟	10.05	15.72	22.7	40.67	67.52	81.68	92.25	111.93	153.97	200.7	174.29	199.72	198.01	211.56	226.45	24.92%
加热不燃烧	/	/	/	0.04	0.15	1.56	13.79	56.65	121.05	161.82	212.02	278.28	307.11	344.63	370.60	129.42%

2.产品——烟草行业的产品格局将走向何方？

➤ 传统卷烟向新型烟草转化，是口味和健康双螺旋递进的演绎。卷烟机的问世成为现代卷烟产业的起源，各大烟草公司激烈竞争，分割全世界的烟草市场。随着政府提出“吸烟有害健康”的论断，烟草行业受到严重冲击，过滤烟嘴卷烟品牌大受欢迎。各烟草公司也加大研发力度，重金投入到加热不燃烧等新型烟草品类的研发当中。21世纪以来，电子科技成为推动烟草行业发展的重要推动力，新型烟草复合增速明显，将带动世界烟草格局发生转变。

全球烟草发展史

发展黄金期

公元前6000多年，美洲印第安人发现并种植烟草

1612年，约翰·罗尔弗在美国弗吉尼亚种植了第一亩用于商业的烟草，烟草在美洲殖民地成为重要经济力量

1880年，第一台卷烟机在美国问世。卷烟向标准化、规模化、均质化转变

ATC于1881年引入卷烟机降低了生产成本。截至20世纪初，ATC通过并购200多家竞争对手，控制美国约80%的烟草市场

英国13家烟草公司联合成立了帝国烟草公司。杜克公司选择与帝国烟草公司合作，双方成立英美烟草公司。

1911年，由于违反《谢尔曼法》，美国烟草托拉斯被拆分为美国烟草公司、雷诺烟草公司、罗瑞拉德烟草公司和L&M烟草公司

1913年，雷诺公司向市场正式推出骆驼牌卷烟，成为美国的头号畅销卷烟

加税控烟期

美国过滤嘴卷烟品牌云斯顿、万宝路等陆续生产，过滤嘴卷烟成主流消费品种

1954年万宝路品牌重塑，将其定位为“男性气概”的象征，销售额一年内增长30倍，成为全球销量第一的卷烟品牌，奠定了菲利普莫里斯公司行业龙头的地位。

1964年，美国政府提出“吸烟有害健康”，烟草产业受到冲击，欧美和新兴工业国家卷烟均呈现出消费下降趋势

1975-1994年间，美国市场的卷烟总销量从6072亿支下降到了4850亿支，下滑超过20个百分点

20世纪70年代中期，国内财政包干制度激励地方政府开始鼓励烟草种植，以云南昆明卷烟厂为首，中国烟草工业兴起过滤嘴卷烟的生产

1988年，雷诺研发出全球第一款加热不燃烧烟草产品PREMIER，占据先发优势

1988年，雷诺研发出全球第一款加热不燃烧烟草产品PREMIER，占据先发优势

1998年，菲莫国际同样选择重金投入研发加热不燃烧产品，正式开启电子烟商业化的新征程

新型烟草发展期

2009年美国FDA禁售电子烟与2012年FDA禁售电子烟败诉，让全球电子烟市场迎来了大爆发，发展出加热不燃烧和电子烟雾化烟两种主流品类。

2013-2014年间，雷诺烟草推出雾化电子烟Vuse；英美烟草推出雾化电子烟Vype；菲莫IQOS问世推动HNB电子烟制品迅速占领市场；JUUL推出电子烟产品，采用尼古丁盐电子烟液技术叠加水果口味。

2020年，FDA禁售大多数水果味电子烟烟弹，仅保留烟草和薄荷醇两种口味，并确定最终PMTA规则。之后，英国、澳大利亚、丹麦、爱沙尼亚、芬兰等国家开始陆续颁布禁售电子烟政策

新型烟草2018-2023年复合增速明显，其中电子烟及加热不燃烧（HNB）为两大核心品类，占新型烟草比分别为45%/28%。HNB凭借更高的复合增长率后来居上，总消费金额达到345亿美元，为电子烟的1.63倍

资料来源：恒睿天泽，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2.产品——烟草行业的产品格局将走向何方？

➤ **新型烟草减害性优势显著，口感更为多样。**新型烟草主要可分为电子烟、加热不燃烧烟草制品、口含烟和其他烟草制品（鼻吸、贴片等）形态，有三个共同特征：不用燃烧、提供尼古丁、基本无焦油。实验表明，新型烟草制品的安全性远高于传统卷烟，就释放物而言，电子烟释放量是传统卷烟的8%，加热不燃烧烟草制品则只有5%；从细胞毒性角度看，电子烟只有传统卷烟的9%，加热不燃烧烟草制品是传统卷烟的14%。此外，新型烟草可以提供多样化口味，在提供接近传统吸烟体验的同时满足多样化需求，吸引追求新奇体验的消费者。2024年，全球电子烟/HNB/口含烟的市场规模分别为226.45/370.61/68亿美元，占新型烟草的比例分别为26.73/43.74/8.02%；2020-2024年CAGR分别为6.77/14.98/42.9%。

新型烟草各形态对比

	电子烟	加热不燃烧（HNB）	口含烟
原理	并不直接使用烟丝形态的烟草，主要是将来源于烟草的尼古丁液体雾化形成气状物	利用外部热源加热烟草而不是点燃烟草以产生烟草风味气体，有炭加热、电加热等方式	是一种无烟气烟草制品（STPs），由磨碎的烟草颗粒加工后直接放在口腔中消费
主要成分	烟油主要成分为尼古丁、丙二醇、甘油、香料等调味制剂	烟弹主要成分为烟草、香料等	将烟草、碳酸钠及水加以混合，并添加如香柠檬油、玫瑰油、甘草和辛香料等成分制成
使用次数	封闭式小烟为一次性/更换烟弹；开放式大烟为注入烟油	更换烟弹	一次性
目标群体	消费者年轻化，美国Truthinitiative统计44.3%的消费者原先为非烟民	专为重度烟草用户设计，传统烟民转化	主要面向已吸烟人群和寻求戒烟的消费者
代表产品	Juul/vuse/blu	IQOS/ploom/glo	ZYN/ZoneX/Velo
价格	烟杆价格在200-400元，烟弹价格在30-60元之间	IQOS售价60美元，配套烟弹8美元	一罐15个Zyn袋的售价约为5美元，VELO 为3.99美元/罐
优势	释放量是传统卷烟的8%；细胞毒性只有传统卷烟的9%	口感接近传统烟草，但毒性细胞仅为传统卷烟的14%；释放量是传统卷烟的5%	医药级的尼古丁通过口腔吸收进血液，不会损害肺部；不产生烟雾，对环境对身体影响较小
劣势	口感与卷烟相差较大，各种添加香料可能吸入后有害	单个烟弹一次性中途无法停止，价格相对较高	成瘾性较强，并且为一次性产品，消耗较大
市场规模	2024年为226.45亿美元（占新型烟草26.73%%）；2020-2024年CAGR为6.77%	2024年为370.61亿美元（占新型烟草43.74%）；2020-2024年CAGR为14.98%	2024年为68亿美元（占新型烟草比8.02%）；2020-2024年CAGR为42.9%

2.产品——烟草行业的产品格局将走向何方？

➤ 跨国烟草公司积极布局新型烟草制品，推动市场份额扩大。1) 菲莫国际：在2030年要使无烟产品的收入占比突破三分之二，加速告别传统烟草，实现“无烟未来”。2) 日本烟草：拓展加热不燃烧（RRP）的市场份额，加速Ploom系列产品的全球化布局，计划在2035年前将加热不燃烧销量占比提升至50%。3) 英美烟草：推出全新加热技术，对HNB赛道持续加码，目标在2035年之前完成公司业务向无烟替代品转变，成为一家以无烟为主的企业。4) 帝国烟草：加大新型烟草产品（NGP）领域的布局，扩大业务规模，预计2030年NGP净收入实现两位数增长。

四大烟草公司新型烟草业务发展情况及战略布局

	新型烟草战略布局	市场规模	运营数据
菲莫国际	自2008年以来，PMI已向其无烟业务投资125亿美元，在2030年要使无烟产品的收入占比突破三分之二，加速告别传统烟草，实现“无烟未来”。	2024年，无烟业务收入达147亿美元，同比增长14.2%，占总收入的38.79%。HNB全年出货量增长11.6%，口含烟全年出货量增长24.6%。	2024年，用户数超4100万。整体市场份额达28.7%，其中卷烟23.5%，加热不燃烧HTU5.2%。2025Q2，日本市场HNB渗透率提升至48%。
日本烟草	以加热不燃烧（RRP）作为利润的基础，继续向加热烟草（HTS）集中管理资源，探索加热烟草（HTS）以外产品类别的可行性。将加速Ploom X全球化布局，计划2035年将HNB销量占比提升至50%。	2024年，减害产品收入达989亿日元，同比增长21.1%，占总收入的3.14%，销量同比增长24.2%至109亿支。其中，旗舰产品PloomX在日本的销量增长33%。	2024年，在全球新型烟草市场份额达13.9%。Ploom在日本加热不燃烧的市场份额达11.7%，全球市场份额达12.6%，美国市场份额达8.2%。
英美烟草	预计到2030年，新型替代产品的销售额将超过其总销售额的一半到2035年将吸烟者从香烟转向无烟替代品，并成为一家以无烟为主的企业。	2024年，新型烟草收入达34.32亿英镑，同比增长2.5%，占总收入的13.26%。其中电子烟收入17.21亿英镑，HNB收入9.21亿英镑，口含烟收入7.9亿英镑。	2024年，用户数达2910万。电子烟在全球TOP市场中的份额达40%，Glo在全球TOP市场的份额约为16.7%，口含烟在全球的销量份额达28.4%。
帝国烟草	帝国烟草2030战略指出在新型烟草产品（NGP）领域，IMB计划进一步扩大NGP业务规模，预计到2030年NGP净收入将实现两位数增长，新型替代品的销售比例将达到50%。	2024年，NGP净收入3.29亿英镑，同比增长26.4%，占总收入的4.01%，三大品类（加热烟草、电子烟和现代口含烟）都实现增长。	2024年，五个优先市场份额整体增长0.05%，其中美国、德国、西班牙和澳大利亚市场实现增长。

3.市场——烟草行业的国别格局将走向何方？

➤ **传统烟草存量稳定，中国为最大市场。**传统烟草方面，中国为卷烟消费第一大国，2024年卷烟市场规模为2633.41亿美元，占全球市场的34.17%，中国烟民数量为2.72亿人，成人烟民年均消费8998支卷烟，年均消费额达6888.6元。2024年，美国、印度尼西亚、俄罗斯、日本的卷烟市场规模分别为923.01/367.85/204.82/149.32亿美元，占全球市场的11.98%/4.77%/2.66%/1.94%。前五大消费国的吸烟率大部分都高于全球吸烟率，其中印度尼西亚的吸烟率高达38.2%，高吸烟率使得全球卷烟的市场份额在受新型烟草冲击下仍维持稳定。

全球前五大卷烟消费国市场规模（亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR	吸烟率
卷烟	7156.67	7104.01	7245.15	7771.49	7598.53	7634.12	7702.11	1.24%	21.7%
中国	2262.35	2253.69	2342.45	2613.37	2607.34	2578.01	2633.41	2.56%	23.4%
美国	953.35	938.04	974.66	985.66	978.00	953.68	923.01	-0.54%	24.3%
印度尼西亚	246.58	276.43	267.82	311.28	337.61	359.68	367.85	6.89%	38.2%
俄罗斯	198.66	197.24	179.76	188.20	210.70	192.38	204.82	0.51%	29.2%
日本	268.41	262.71	236.43	227.55	192.44	171.56	149.32	-9.31%	19.2%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

3.市场——烟草行业的国别格局将走向何方？

➤ 美国为全球最大新型烟草市场，日韩国内新型烟草市场份额领先。新型烟草方面，美国为最大市场国，增速保持稳定。西欧与东欧的市场规模快速增长，近五年CAGR为26.5%/29.43%，欧洲市场的新型烟草占比为10-15%，仍具有较大发展空间。此外，中东、拉丁美洲、澳洲等新兴市场也处于较快发展期，增速领先。日本/韩国国内新型烟草占比达44%/21%，新型烟草市场渗透率较高，全球市场份额位居第二/第五。

全球前五大新型烟草消费国市场规模（亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
无烟烟草	126.81	128.29	130.21	132.88	135.62	137.17	137.86	1.40%
美国	94.47	97.70	98.74	98.81	102.32	102.88	101.84	1.26%
挪威	7.49	7.21	9.85	10.30	10.30	10.55	11.56	7.49%
瑞典	12.81	12.09	10.64	11.84	10.96	11.20	11.28	-2.10%
印度	4.92	4.43	4.31	4.56	4.66	4.82	5.28	1.17%
加拿大	1.91	0.03	1.89	0.04	1.83	1.77	1.69	-1.98%
电子烟	153.97	200.7	174.29	199.72	198.01	211.56	226.45	8.12%
美国	79.10	109.87	72.19	68.29	61.25	48.48	47.58	-8.12%
英国	1.48	1.67	1.87	5.62	10.27	22.11	23.27	58.24%
加拿大	5.10	10.25	12.76	16.09	19.87	21.66	22.68	28.24%
德国	7.68	5.55	4.10	4.90	9.75	16.35	21.21	18.44%
法国	10.04	10.25	10.64	11.58	12.61	16.98	16.67	8.82%
HNB	121.08	161.90	211.63	277.39	304.00	340.98	370.61	20.50%
日本	77.20	89.11	101.88	114.09	110.68	115.34	119.65	7.58%
意大利	6.51	12.40	19.45	32.68	40.64	45.64	44.39	37.69%
俄罗斯	3.67	11.09	16.80	24.39	28.63	25.85	27.43	39.83%
韩国	16.20	15.92	16.59	19.58	21.88	24.86	26.56	8.59%
德国	1.79	3.42	7.29	12.68	13.75	16.37	19.94	49.45%

3.市场——烟草行业的国别格局将走向何方？

➤ 美国：全球最大的新型烟草市场，PMI与BAT达成和解有望推动HNB市场快速发展。根据欧睿数据，2024年美国新型烟草市场规模约237.17亿美元， 占全球市场的27.99%， 其中无烟烟草/电子烟占比为42.94%/20.06%。由于PMI与BAT的HNB专利纠纷，美国基本为HNB空白市场，随着PMI与BAT达成全球和解，BAT和PMI皆已向FDA递交新品的PMTA审核材料。相较于调味电子烟，FDA对HNB产品（如IQOS）持“减害替代”认可态度，并授予其MRTP资格，HNB新品若通过审查上市， 美国的HNB市场有望得到快速发展。若美国市场HNB的渗透率达到10%/20%/30%，按照美国2024年1294亿元的烟草市场规模计算，则对应的HNB市场规模分别为129.4/258.8/388.2亿美元。同时，尼古丁袋是北美地区主要的新型烟草细分市场，根据GSTHR预测，预计到2026年其市场价值将高于200亿美元。

美国新型烟草市场规模（亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
新型烟草	173.58	212.16	182.16	190.65	199.64	206.79	237.17	5.34%
无烟烟草	94.47	97.70	98.74	98.81	102.32	102.88	101.84	1.26%
电子烟	79.10	109.87	72.19	68.29	61.25	48.48	47.58	-8.12%
HNB	-	0.00	0.10	0.37	-	-	-	-

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

2024年全球各国电子烟市场渗透率情况

	烟草市场总规模 (亿美元)	电子烟市场规模 (亿美元)	电子烟渗透率
美国	1,294.51	47.58	3.68%
英国	256.62	23.27	9.07%
加拿大	131.50	22.68	17.25%
德国	375.86	21.21	5.64%
法国	226.09	16.67	7.37%
意大利	299.41	12.04	4.02%
俄罗斯	240.79	6.39	2.65%
波兰	163.49	9.98	6.10%
韩国	131.93	1.42	1.08%
全球	9,388.30	226.45	2.41%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

3.市场——烟草行业的国别格局将走向何方？

➤ **欧洲：市场多品类发展，HNB逐渐占据上峰。**根据欧睿数据，2024年欧洲新型烟草市场规模约372.1亿美元，占全球市场的43.91%，其中无烟烟草/电子烟/加热不燃烧占比为6.46%/32.32%/54.72%。欧洲主要市场相对独立，各国监管政策的差异决定了各国不同的发展，其中，意大利的HNB市场稳居欧洲第一（HNB相较于卷烟和电子烟税率更低），英国则在电子烟市场上保持领先地位（电子烟获得NHS戒烟处方）。从整体情况看，监管呈现“雾化越走越紧、HNB相对稳定”的态势，尤其是2024年以来欧洲各国对一次性电子烟政策收紧，推动HNB逐渐占据市场上峰。根据GSTHR预测，预计到2026年，HNB在西欧地区的市场价值将达到220亿美元，同时在东欧也将持续占据主导地位。

欧洲新型烟草市场规模（亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
新型烟草	84.24	110.53	151.89	212.41	256.41	328.52	372.10	28.09%
无烟烟草	21.20	20.13	21.44	23.28	22.41	22.96	24.05	2.13%
电子烟	38.30	37.55	40.64	51.43	67.97	106.86	120.28	21.01%
加热不燃烧	24.11	51.02	84.53	129.01	155.60	183.23	203.63	42.70%

2024年欧洲各国电子烟和HNB市场渗透率情况

	电子烟市场规模 (亿美元)	电子烟渗透率		HNB市场规模 (亿美元)	加热不燃烧 渗透率
英国	23.27	9.21%	意大利	44.39	14.83%
德国	21.21	5.64%	俄罗斯	27.43	11.39%
法国	16.67	7.37%	德国	19.94	5.31%
意大利	12.04	4.02%	波兰	15.98	10.75%
波兰	9.07	6.10%	希腊	8.44	16.59%
俄罗斯	6.39	2.65%	乌克兰	8.25	15.93%
西班牙	5.13	3.32%	罗马尼亚	6.97	8.52%
比利时	2.66	4.42%	葡萄牙	6.74	19.60%
荷兰	2.21	4.08%	英国	4.57	1.81%
爱尔兰	1.93	8.68%	斯洛伐克	4.46	18.31%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

3.市场——烟草行业的国别格局将走向何方？

➤ **日本：全球最大的HNB市场，市场增速放缓。**根据欧睿数据，2024年日本新型烟草市场规模约121.39亿美元，其中无烟烟草、电子烟与加热不燃烧占比为0.04%/1.39%/98.57%，整体占全球市场的14%。HNB在日本市场取得成功的主要原因为：1) 政策：日本将含尼古丁的电子烟划分为医药产品，必须取得医药品批文，实质禁售；而将HNB划分为烟草制品，只需取得烟草零售牌照即可线上线下销售；2018年修订的《健康促进法》增强公共场所全面禁烟措施，但是将HNB排除在外。2) 税收：日本仅对HNB征收从量消费税和增值税，而卷烟还需征收从价消费税，HNB降低消费者切换成本。3) 市场推广：允许HNB产品线上销售、便利店及自动售货机全天候售卖，电视和户外广告限制也远低于传统卷烟。自2014年IQOS日本上市后，HNB渗透率快速提升，2024年渗透率达43.51%，后续增长或取决于创新性产品驱动。

日本新型烟草市场规模（亿美元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
新型烟草	77.35	89.92	103.49	116.09	112.57	117.12	121.39	7.80%
无烟烟草	0.04	0.04	0.05	0.05	0.04	0.04	0.05	4.23%
电子烟	0.12	0.76	1.56	1.94	1.85	1.74	1.69	55.93%
加热不燃烧	77.20	89.11	101.88	114.09	110.68	115.34	119.65	7.58%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2024年全球各国HNB市场渗透率情况

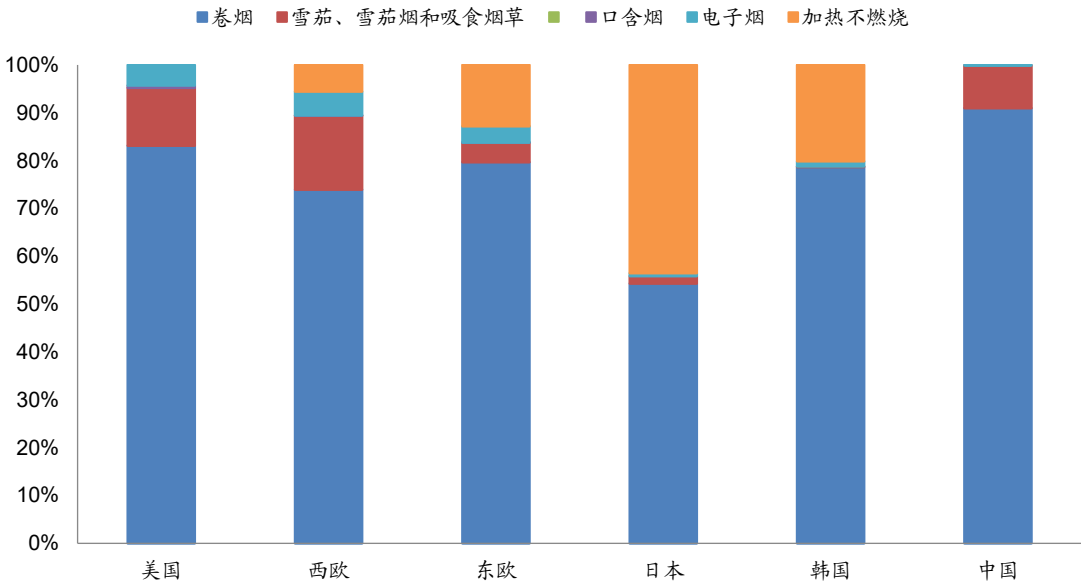
	烟草市场总规模 (亿美元)	HNB市场规模 (亿美元)	电子烟渗透率
日本	274.99	119.65	43.51%
意大利	299.41	44.39	14.83%
俄罗斯	240.79	27.43	11.39%
德国	375.86	19.94	5.31%
波兰	148.68	15.98	10.75%
韩国	131.94	26.55	20.12%
英国	252.62	4.57	1.81%
乌克兰	51.8	8.25	15.93%
希腊	50.87	8.44	16.59%
全球	9,388.3	370.6	3.95%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

4.合规——是什么决定了各国对电子烟的不同态度？

➤ 烟草产品的产品与国别结构主要由各国的政策法规决定。以中国为例，把新型烟草制品纳入烟草专卖管理，电子烟只可线下销售，HNB实际处于禁卖状态，新型烟草产品渗透率较低。以美国为例，由于PMI与BAT的HNB专利纠纷，2021年美国国际贸易委员会裁定IQOS产品侵犯了BAT的专利并被禁止进入美国，因此美国是全球最大的雾化电子烟市场，HNB基本空白。以日本为例，自2010年起日本禁止销售雾化电子烟，除非获得药品批准，但2018年《健康促进法》明确把HNB排除在“公共场所禁烟”范围之外，允许在餐厅、机场等指定区域使用，因此日本是全球最大的HNB市场，电子烟基本空白。

2024年全球部分国家和地区烟草产品结构



资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

各国、各地区电子烟管控类型及关键词

“烟草类”监管

定向：分类烟草吸食产品、医疗用品、稀释器件等进行监管
全面：对生产、进口、营销、流通、消费等环节严格把控
标准：统一检测体系和成分限量要求
严格：精细的检测水准和严谨的上市申报制度
底线：保护未成年人
主要国家和地区：美国、中国、瑞士、德国、法国、意大利、西班牙、印度、新加坡、中国香港、中国澳门、中国台湾等

“消费品”监管

商业性：产品属性较强
弹性：尼古丁含量限制式管制、渠道管控、税务管控
底线：保护未成年人
主要国家和地区：英国、朝鲜、印度尼西亚等

“医药类”监管

严格：含尼古丁的电子烟只能用于医疗
权威：严格的授权制
主要国家和地区：澳大利亚、日本等

“意向不明确”监管

模糊：对电子烟的属性定义、分类分级、用途不明确
被动：管控的主动意识不够
宽松：尚无成熟的市场管控制度，行业乱象较多
主要国家和地区：韩国等

资料来源：第一财经商业数据中心，华安证券研究所

4.合规——是什么决定了各国对电子烟的不同态度？

➤ 税收影响各国对于传统烟草和新型烟草的不同政策态度。2024年，中国烟草行业实现财政总额15446亿元，占当年国家财政收入的7.07%；消费税为16532亿元（占财政总额7.52%），其中，烟草消费税占总消费税比例约为51%，是消费税最重要的组成部分。根据《我国烟草消费税改革对控烟影响的研究》，中国卷烟从量消费税占零售价格的比重为1.60%，从价消费税占比为34.70%，消费税整体占比36.30%。

世界主要国家烟草制度、税收、税负等对比

国家	烟草制度	2021年成人每日吸烟率	2022年烟草税占零售价格比例	烟草税对国家财政的重要性
中国	完全专卖制	21%	52.2%	2023年烟草行业实现工商税利总额15217亿元，同比增长5.6%，实现财政总额15028亿元，同比增长4.3%，占当年国家财政收入的6.93%。2022年，中国消费税为16118亿元（占财政总额7%），其中，烟草消费税占总消费税比例约为51%。
日本	部分专卖制	17%	59.9%	2022年国家税收总额（约763,377亿日元）中，国家烟草税和特别烟草税约占1.4%；2022年地方税收总额（约440,522亿日元）中，地方烟草税约占2.4%。
美国	管制竞争制	14%	37.4%	2023年，美国联邦消费税收入总额为760亿美元，占国内生产总值的0.3%，占联邦政府税收收入的2%（个人所得税/工资税占比分别为49%/36%），其中烟草消费税收入为103亿美元，占消费税的比例为13.55%。
俄罗斯	自由竞争制	28%	51.06%	2023年，卷烟消费税在卷烟零售价格中的比例为48.8%。卷烟消费税为联邦税，归属于联邦政府所有。2023年，俄罗斯国内烟草消费税收入7,248亿卢布，同比增长8.8%，占联邦税收收入（46.8万亿卢布）的1.5%。

资料来源：国家烟草专卖局，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

世界主要国家从量消费税与从价消费税占比

	从量消费税占比 (%)	从价消费税占比 (%)	消费税占比 (%)	总体税收占比 (%)	吸烟率 (%)
中国	1.60%	34.70%	36.30%	50.83%	21.00%
俄罗斯	23.81%	12.00%	35.81%	51.06%	28.00%
智利	43.16%	30.00%	73.16%	89.13%	18.00%
巴西	22.44%	9.54%	31.98%	67.95%	10.00%
澳大利亚	20.00%	39.00%	59.00%	75.67%	12.00%
法国	13.93%	49.70%	63.63%	80.30%	28.00%
意大利	6.88%	51.03%	57.91%	75.94%	21.00%
英国	47.33%	16.50%	63.83%	80.50%	12.00%
美国	37.81%	0.00%	37.81%	43.01%	14.00%
菲律宾	51.85%	0.00%	51.85%	62.57%	16.00%
泰国	2.16%	64.77%	66.93%	73.48%	16.00%

资料来源：《我国烟草消费税改革对控烟影响的研究》夏天，华安证券研究所

4.合规——是什么决定了各国对电子烟的不同态度？

➤ **健康影响**各国对于不同新型烟草产品的不同政策态度。针对HNB与电子烟，各国监管机构都对其上市前的审批做出较严格要求，并严格限制其对未成年人的销售与线上促销活动，推动产业向低害转型，但各国对于HNB与电子烟是否为传统卷烟的减害替代产品定义不同，决定了各国的监管政策差异。由于口含烟进入市场的时间较晚，各国都没有拟定专门法律，监管仍处于灰色地带。

世界主要国家对新型烟草的监管政策

国家	HNB	电子烟	口含烟
美国	FDA公布HNB减害的认可，并承认风险的降低很有可能在未来的研究中得到证实。目前HNB产品被全面纳入PMTA，上市前需通过PMTA审查，证明其于对公共健康的保护。	美国FDA自2016年起对电子烟进行监管，要求电子烟制造商提交产品上市前申请，并评估产品的健康风险。FDA还限制了向未成年人销售电子烟，并禁止了电子烟的在线销售。	美国将口含烟作为烟草产品监管，产品需通过PMTA审查，证明其有益于对公共健康的保护。2025年1月26日，FDA首次通过了20款口含烟产品的PMTA审查。
英国	英国公共卫生部承认HNB风险低于卷烟，但未被鼓励作为戒烟工具。允许HNB烟具销售，且将HNB产品排除在公共场所禁烟范围之外。	2015年英国公共卫生部（PHE）发布报告称电子烟比传统卷烟减害95%后，政府便将电子烟视为有效的戒烟工具，鼓励吸烟者使用电子烟替代传统烟草产品。2021年，电子烟获得英国NHS戒烟处方。	依据英国《烟草及相关产品法规》第17条，使用提取尼古丁的口含烟在英国是被禁止的。而使用合成尼古丁的口含烟目前只作为普通消费品，仍处于监管的灰色地带
欧盟	尚未对HNB产品进行专门的监管。许多欧洲国家将HNB产品归类为无烟烟草制品，影响控烟政策对HNB产品的实施。	欧盟整体并不鼓励将电子烟作为戒烟手段，要求电子烟产品必须标明尼古丁含量，限制尼古丁浓度，禁止在电子烟中使用某些添加剂。并且限制了电子烟的促销和赞助活动，以及对未成年人的销售。	对于使用提取尼古丁的口含烟，欧盟《烟草产品指令》第17条是明确禁止的。但对于使用合成尼古丁的口含烟，在欧盟层面的监管仍处于灰色地带，只有少数国家，如捷克、罗马尼亚等，对不含烟草提取物的口含烟制定了相关法规。
日本	日本监管框架将HNB作为减害产品进行推广，定位友好。需遵循《烟草商业法》，销售前需获得日本财政部牌照。HNB产品需在包装上标注尼古丁和焦油含量，进行PSE认证。	日本将电子雾化烟归属于医药类。电子雾化烟的烟杆被归类为医疗器械，受《医疗器械法》管理；烟弹则作为药品，受《药事法》管控。尽管市场上存在电子烟产品，但电子雾化烟尚未获得日本的正式批准。	日本尼古丁袋按烟草监管，监管较为严格。
韩国	韩国食品药品安全部（MFDS）发布声明称HNB产品的含量降低了 95%以上（苯并芘）和 99%以上（苯）这两种致癌物。将HNB产品按烟草制品进行管理，允许相关产品销售。	当前韩国法律存在明显监管空白，仅将天然尼古丁列为烟草监管对象。这一现状使得电子烟得以规避烟草税和在线销售限制，形成了监管灰色地带。未来，拟将合成尼古丁纳入烟草监管范畴。	未有明确法律规定，在国内可销售。

4.合规——是什么决定了各国对电子烟的不同态度？

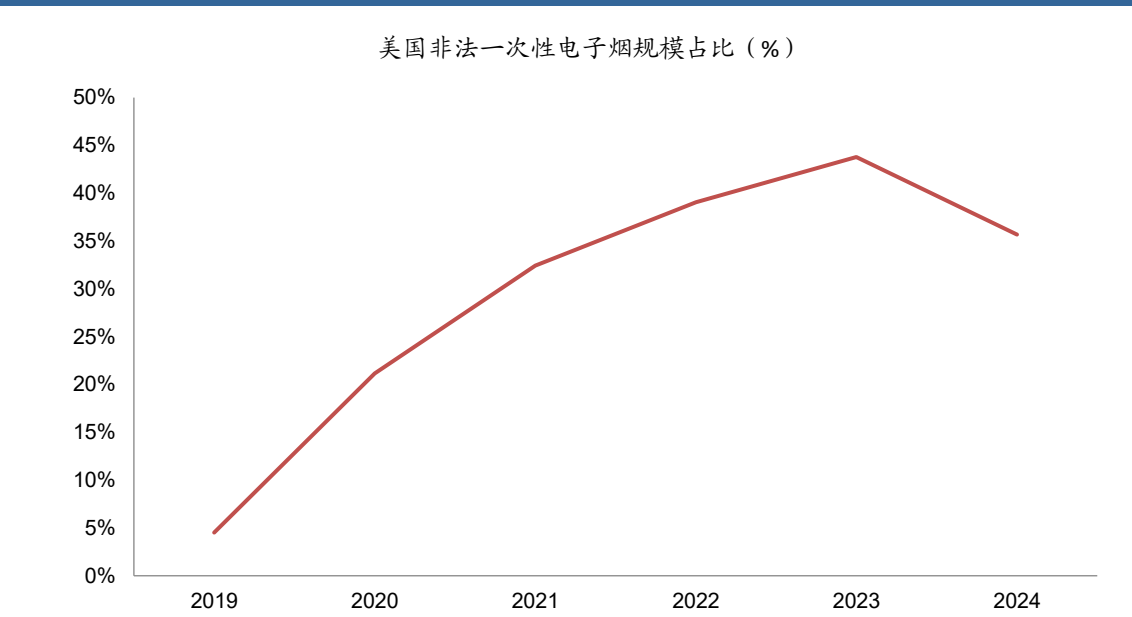
➤ 严政策弱监管或导致反向效果，非法电子烟市场规模持续攀升。以美国为例，FDA对新型烟草实行严格监管，企业必须提供足够科学证据证明产品对成年吸烟者有益且不会被青少年大量吸用才可通过PMTA授权，极高的申请成本（成功通过需要2000万-1亿美金成本）、极长的审核时间（几年时间）和极低的审核通过率（0.22%）导致美国合规电子烟市场规模持续下滑，但由于FDA监管执行力度偏弱，非合规市场快速增长。根据clivebates数据，截至2025年9月，FDA烟草产品中心授权的39种电子烟产品占整体烟草授权产品数量的0.22%，而1690万电子烟用户占2746万烟草和尼古丁用户总数的61.54%。

美国FDA烟草授权产品数量（个）

产品类别	已授权产品数量	占比
卷烟	3904	22.46%
手卷烟	1281	7.37%
无烟产品	684	3.94%
电子烟	39	0.22%
雪茄	7402	42.58%
烟斗	2391	13.76%
水烟/水烟袋	1638	9.42%
加热不燃烧	19	0.11%
其他	24	0.14%
总计	17382	100.00%

资料来源：clivebates，华安证券研究所

美国非法一次性电子烟规模占比（%）



资料来源：Reuters，华安证券研究所

5.品牌——烟草行业的品牌格局将走向何方？

➤ 传统烟草方面，市场集中度高，巨头占主导地位。高端品牌如万宝路、百乐门、云斯顿仍占据烟草市场较大份额，其中万宝路在高端卷烟市场保持59.3%的领先地位，云斯顿、骆驼品牌市场份额分别位居全球第二和第三位。中国烟草旗下的云烟、利群、南京等品牌也在全球市场占据领先地位，推动中国烟草市场份额达47.4%。

头部烟草公司传统烟草格局

	中国烟草	菲莫国际PMI	英美烟草BAT	日本烟草JT	帝国烟草	奥驰亚
成立时间	成立于1982年，标志着中国烟草行业集中管理和专卖制度的开始。	1881年，菲利普莫里斯公司成立。 1885年，公司更名为Philip Morris&Co., Ltd.	1902年，英国帝国烟草公司与美国烟草公司成立合资企业英美烟草公司	1898年，日本烟草成立，并在1985年转变为股份制公司。	1636年，Estanco del Tabaco en España成立，该公司于2008 年被Imperial 收购。	前身为菲利普莫里斯公司，2003年菲莫正式更名为奥驰亚集团。
核心品牌	中华、利群、云烟、黄鹤楼、双喜、南京等。	万宝路、蓝星、切斯特菲尔德、菲莫、百乐门、云雀等。	登喜路、健牌、好彩、波迈等。	云斯顿、骆驼、MEVIUS（原柔和七星）、LD等。	Davidoff, West, Gauloises Blondes, Montecristo等	万宝路、Black&Mild、弗吉尼亚细片、百乐门等。
业务规模	2024年，中国烟草实现工商税利总额16008亿元，同比增长5.0%。	2024年，PMI传统烟草收入232.18亿美元，同比增加3.96%，占总收入的61.3%。	2024年，BAT卷烟业务营收为206.85亿英镑，同比下滑6.4%，占到公司总营收的80%。	2024年，JT传统烟草业务收入2.78万亿日元，同比增长2%，占总收入的88.25%。	2024年，帝国烟草传统烟草业务收入78.28亿英镑，同比增长1.05%，占总收入的95.97%。	2024年，奥驰亚传统烟草业务收入212.04亿美元，同比下滑2.54%，占总收入的88.28%。
区域表现	2024年，中国烟草及其制品出口金额为9.03亿美元，同比增长7.5%，出口额占总收入的0.4%。	2024年，PMI在欧洲/南亚、中东和非洲/东亚、澳大利亚/美洲的销量占比分别达到26.37%/55.9%/7.73%/9.99%。	2024年，BAT在美国/AME/APMEA的收入占比分别达到43.96%/34.03%/22%。	/	2024年，帝国烟草在欧洲/美洲/亚非和澳洲的收入占比分别达到39.68%/35.68%/24.64%。	/
市场份额	2024年，中国烟草的市场份额达到47.4%。	2024年，PMI传统烟草在全球的市场份额达23.5%。欧洲地区市场份额达30%，主要国家的市场份额在30%-50%；美洲地区主要国家市场份额均在60%以上。	2024年，BAT传统烟草在全球的市场份额为10.2%。	2024年，JT传统烟草市场份额为8.6%。旗下Winston、Camel品牌市场份额分别位居全球第二和第三位。	2024年，帝国烟草传统烟草在全球的市场份额为3.1%。	主要卷烟品牌万宝路的市场份额小幅下滑至41.7%，但仍在高端卷烟市场保持59.3%的领先地位。

5.品牌——烟草行业的品牌格局将走向何方？

➤ 新型烟草方面，PMI和BAT市占率领先。四大烟草公司于2010年开始在电子烟、加热不燃烧、口含烟等新型烟草赛道布局，新型烟草凭借技术体验抢占增量空间。市场竞争较为激烈，其中菲莫国际在日本市场HNB的渗透率达48%；英美烟草在全球电子烟的市场份额达40%，Glo市场份额达16.7%，口含烟份额达28.4%；日本烟草Ploom在全球的市场份额达12.6%。

四大烟草公司新型烟草格局

	菲莫国际PMI	英美烟草BAT	日本烟草JT	帝国烟草IMB
布局时间	2014年，IQOS在日本和意大利首发 2020年，电子烟产品VEEV推出 2022年，PMI收购瑞典火柴公司，推出ZYN	2013年，推出电子烟产品Vuse 2016年，Glo在日本首发 2017年，收购雷诺美国获得Velo前身品牌	2010年，推出无烟烟草产品Zero Style Mint 2015年，日本烟草收购Logic进军电子烟 2016年，Ploom TECH在日本首发	2013年，收购了原“如烟”电子烟业务及其专利权；2014年，收购罗瑞拉德旗下的电子烟品牌Blu 2019年，Pulze在日本福冈推出
品牌	电子烟：VEEV 加热不燃烧：IQOS 口含烟：ZYN	电子烟：Vuse 加热不燃烧：Glo 口含烟：Velo	电子烟：Logic、E-Lites 加热不燃烧：Ploom 无烟烟草产品：Zero Style Mint	电子烟：Blu, Puritane, JAI 加热不燃烧：Pulze, iSenzia 口含烟：ZoneX, Skruf
价格	VEEV ONE: 9.9欧元；VEEV NOW: 7.9欧元 IQOS: 售价60美元，配套烟弹8美元 ZYN: 一罐15个Zyn袋的售价约为5美元	VUSE GO 5000: 约20.78美元 GLO Hyper Pro: 约3980日元 VELO Plus: 3.99美元/罐	Logic COMPACT/PRO: 15欧元以内 Ploom X/Ploom X Advanced: 980日元 PloomAURA: 1480日元	Blu Bar: 5.99英镑
业务规模	2024年，无烟业务收入达147亿美元，同比增长14.2%，占总收入的38.79%。 HNB全年出货量增长11.6%，口含烟全年出货量增长24.6%。	2024年，新型烟草收入达34.32亿英镑，同比增长2.5%，占总收入的13.26%。其中电子烟收入17.21亿英镑，HNB收入9.21亿英镑，口含烟收入7.9亿英镑。	2024年，减害产品收入达989亿日元，同比增长21.1%，占总收入的3.14%，销量同比增长24.2%至109亿支。其中，旗舰产品PloomX在日本的销量增长33%。	NGP净收入3.29亿英镑，同比增长26.4%，占总收入的4.01%，三大品类（加热烟草、电子烟和现代口含烟）都实现增长。
用户数	超4100万	达2910万	/	/
市场份额	整体市场份额达28.7%，其中卷烟23.5%，加热不燃烧HTU5.2%。2025Q2，日本市场HNB渗透率提升至48%。	电子烟在全球TOP市场中的份额达40%，Glo在全球TOP市场的份额约为16.7%，口含烟在全球的销量份额达28.4%。	2024年，在全球新型烟草市场份额达13.9%。Ploom在日本加热不燃烧的市场份额达11.7%，全球市场份额达12.6%，美国市场份额达8.2%。	2024年，五个优先市场份额整体增长0.05%，其中美国、德国、西班牙和澳大利亚市场实现增长。

5.品牌——烟草行业的品牌格局将走向何方？

- 各公司实行全球化布局战略，加码新型烟草发展。2024年，各跨国烟草公司发展不断分化，市场格局持续演变，菲莫国际继续拉开与身后竞争者的差距，日本烟草在可燃烟草制品和加热卷烟合计总销量方面已经超越英美烟草。在战略规划方面：1) 菲莫国际：计划在美国推广加热不燃烧产品IQOS，并在全球范围内推出新型烟草产品，目标是在2030年前实现基本无烟。2) 英美烟草：缩减东亚地区的业务规模；创立研发中心，加大对尼古丁袋等新型烟草的研发；目标在2035年之前完成公司50%收入来自不燃烧产品。3) 日本烟草：加速Ploom系列产品全球化布局，计划2035年前将加热不燃烧销量占比提升至50%。4) 帝国烟草：加大新型烟草产品领域的布局，扩大业务规模，预计2030年NGP净收入实现两位数增长。

四大烟草公司战略规划

战略规划	
菲莫国际	PMI根据市场需求和竞争态势，灵活调整市场策略，优化市场布局，以更好地满足消费者需求和提升市场份额。PMI解决与BAT的知识产权纠纷，计划在美国大力发展加热烟草业务，并已在得克萨斯州奥斯汀推出IQOS。其次，PMI也加大在乌克兰的投资力度，宣布在乌克兰投资1100万美元开拓加热烟草市场，增加其在当地市场的无烟气产品种类。在产品推出方面，PMI凭借其强大的研发实力和创新能力，不断推出新型烟草产品，在沙特阿拉伯、科威特、巴林、德国、南非等地IQOS Iluma、IQOS ILUMA、VEEV ONE、VEEV NOW等新型烟草产品。PMI的目标是结束卷烟的销售，在2030年前实现基本无烟，无烟业务创造净收入的三分之二以上。
英美烟草	BAT出售了印度烟草公司（ITC）的部分股份，其印尼子公司Bentoei International Investama已正式从印尼证交所退市，缩减东南亚两个烟草大国印度和印尼市场规模。BAT在英国南安普顿投资3000万英镑，成立了创新中心，加大对尼古丁袋的研发；并在意大利的里雅斯特等地开设创新中心，每年投资3亿英镑用于研发新型烟草制品。BAT也推出了新型Glo产品，并且在其glo设备专用的加热烟支neo中应用了一项名为StickSeal的新技术，但仅在日本这一特定市场推出了这项创新技术。BAT我们的目标是成为一家以无烟为主的企业。计划到 2035 年，BAT收入的50%来自不燃烧产品。
日本烟草	2024年，JT收购了美国卷烟公司Vector集团，全面进军美国市场。2024年-2026年，JT投资4500亿日元用于加热不燃烧产品的发展。公司将重点放在营销上，旨在扩大其主打品牌“Ploom”的销量，并积极开拓海外市场。从2023年起，Ploom品牌的海外扩张计划将正式启动，目标是到2026年底在全球约40个国家和地区推出该产品。JT设定了到2028年使加热型产品实现盈利的目标，目前正处于前期投资阶段，主要聚焦于提升品牌知名度。未来公司将继续以加热不燃烧（RRP）作为利润的基础，继续向加热烟草（HTS）集中管理资源，探索加热烟草（HTS）以外产品类别的可行性，计划2035年将HNB销量占比提升至50%。
帝国烟草	2030战略指出IMB将专注于五个优先传统烟草市场（美国、德国、英国、西班牙和澳大利亚），这些市场占IMB调整后烟草运营利润的约70%。IMB继续在这些市场推进，更好地推动可持续增长和现金流。在新型烟草产品（NGP）领域，IMB已建立了一个快速增长且灵活的业务平台，涵盖所有三个品类的可信品牌和差异化产品。IMB计划通过进一步深化消费者洞察、利用差异化品牌和开发销售能力，扩大NGP业务规模，预计NGP 净收入将实现两位数增长。

资料来源：各公司官网，华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

5.品牌——烟草行业的品牌格局将走向何方？

➤ 各公司实行全球化布局战略，加码新型烟草发展。5) RELX悦刻：进一步扩大海外市场布局，目标在2025年实现海外业务增长50%，其中东南亚地区增长30%，欧洲市场增长60%-70%，收入提高至10-12亿元。6) 思摩尔国际：以电子雾化为主要核心业务，目标在海外市场推出更多差异化产品；以加热不燃烧为增量业务，努力将更多的差异化技术商业化，提高思摩尔加热不燃烧产品的市场渗透率。7) 中烟香港：2024年的业务增长大部分来自海外，未来逐步扩大雪茄业务市场范围，提升产品竞争力，同时推动新型烟草技术创新和产品迭代升级。

烟草上市公司战略规划

战略规划	
RELX悦刻	悦刻RELX预计将通过扩大海外市场布局，推出更多符合不同地区需求的产品，以及加强品牌营销，进一步提高其市场份额。此外，悦刻RELX还计划通过加强与各大健康科技机构的合作，提升其在行业中的影响力。RELX的目标是在2025年实现海外业务增长50%。其中，东南亚地区（包括印尼和马来西亚）预计将实现约30%的增长。欧洲市场的增长预期更为乐观，2024年实现20%-30%的增长，而2025年的目标则是达到60%-70%的增长。具体到收入方面，2024年欧洲市场收入为7至8亿元，占海外总收入的20%；2025年的目标收入则提高到10至12亿元
思摩尔国际	以科学技术为根本，全面打造雾化科技产业生态，以电子雾化为主要核心业务，加热不燃烧为增量业务。在电子雾化领域，思摩尔将在海外市场推出更多差异化和创新的产品，以推动业务长期稳定增长；在加热不燃烧领域，将继续支持公司的战略客户，在更多的市场推出产品。思摩尔将密切关注用户反馈，并根据用户反馈持续支持客户产品迭代。此外，思摩尔将进一步加大研发投入，努力将更多的差异化技术商业化，解决现有产品的痛点，提升用户体验，并与行业合作伙伴合作，提高思摩尔加热不燃烧产品的市场渗透率。
中烟香港	2024年，中烟香港卷烟出口数量33.39亿支，同比增长19.1%，卷烟海外营业额15.73亿元，同比增长30.2%；新型烟草出口数量7.62亿支，同比增长12.5%，新型烟草海外营业额1.35亿元，同比增长4%。2024年，中烟香港业绩增长主要受卷烟出口、巴西业务经营增长所驱动，国际影响力不断扩大。未来，将深化与国产雪茄企业战略合作，逐步扩大雪茄业务市场范围；稳步推进有税市场拓展，提升产品竞争力，同时积极探索新市场以拓宽经营区域。持续推动新型烟草创新发展，提高品牌国际知名度，推动新型烟草技术创新和产品迭代升级，增强产品竞争力；持续优化重点市场业务拓展模式和产品定价策略，着力提升品牌国际影响力。

资料来源：各公司官网，华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

5.品牌——烟草行业的品牌格局将走向何方？

➤ 政策变化叠加各公司战略布局侧重，新型烟草品牌格局仍有变数。1) 卷烟与HNB：市场由烟草巨头主导，集中度较高。卷烟和HNB受烟草管制而存在较高门槛资质壁垒，且HNB的加热技术与再造烟叶生产工艺存在一定的技术壁垒；2) 雾化电子烟：竞争激烈且品牌迭代速度较快，由于电子烟技术门槛较低、制造链条成熟，因此吸引大量品牌进入，市场格局较为分散化。

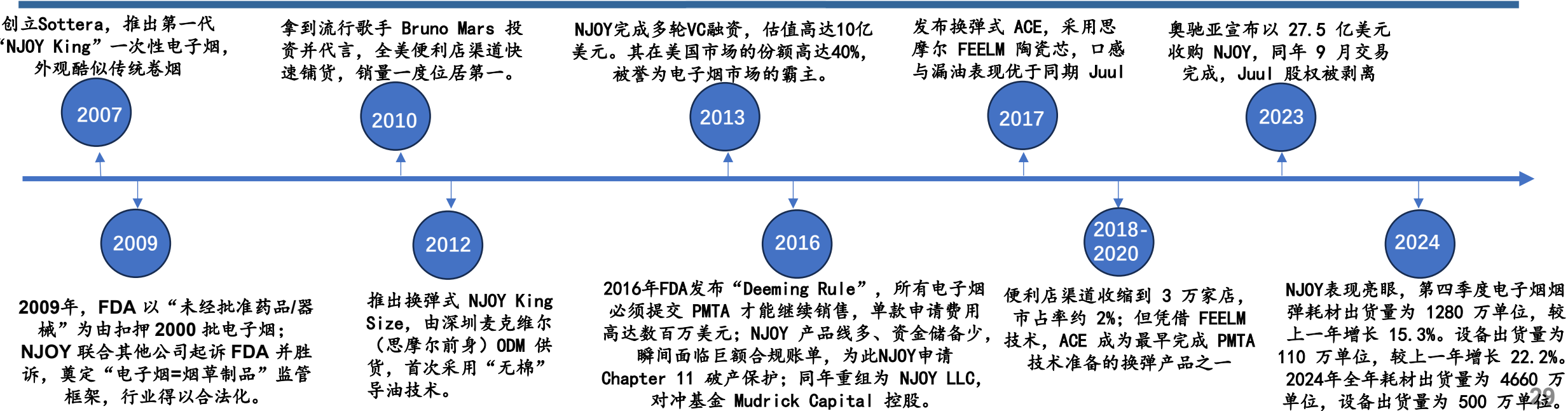
全球烟草主要品牌份额（%）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
卷烟							
中国烟草	43.1	43.7	45.1	45.6	46.3	47.0	47.4
菲莫国际	14.1	13.6	12.8	12.5	12.5	12.2	12.2
英美烟草	12.8	12.7	12.6	12.3	11.8	10.8	10.2
日本烟草	8.5	8.4	8.2	8.2	8.1	8.4	8.6
帝国烟草	3.7	3.7	3.7	3.5	3.2	3.1	3.1
无烟烟草							
奥驰亚	22.2	22.5	22.4	22.0	21.5	19.9	18.2
英美烟草	17.8	18.1	18.1	17.5	16.6	15.7	14.7
菲莫国际	1.1	1.2	0.8	1.2	10.8	11.4	11.3
DS	11.0	10.3	10.5	10.4	10.1	10.4	11.0
MADAR	5.6	5.9	6.1	6.2	6.2	6.3	6.4
电子烟							
英美烟草	7.7	7.8	13.2	16.7	19.1	20.8	20.1
爱奇迹	-	-	-	0.4	5.8	10.7	8.0
JUUL	28.9	36.3	23.4	17.2	12.8	8.6	6.0
斯科尔	-	-	-	-	-	1.9	3.0
悦刻RELX	0.2	3.1	8.3	13.7	8.5	2.5	2.7

6.思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

➤ NJOY (2009-2014)：技术突破+流量红利成为第一，监管合规致跌下神坛。NJOY于2007年创立，在FEELM技术的支持下，推出了市场上流行的仿烟外观产品NJOY King。NJOY利用FDA禁止电子烟销售败诉的“法律空窗期”大举铺货，成为最早进入全美便利店系统的品牌。2014年拥有超过9万个经销网点，在美国电子雾化设备零售额中排名第一，曾占据美国电子烟市场40%的份额，自此赶超Blu成为美国电子烟领域当之无愧的领导者。2016年，FDA新规针对NJOY小烟和一次性电子烟的成本增加，导致NJOY背负了大量无法偿还的债务，故而申请破产保护。同时，随着英美烟草VUSE 等大品牌开始通过便利店渠道扩张，NJOY一举跌下神坛。破产后的 NJOY 砍掉多数 SKU，只保留 ACE（换弹）和 DAILY（一次性）两条主线，并于 2022 年拿到首批 FDA 授权，并成为唯一获得美国FDA授权的薄荷电子烟品牌。2023年，奥驰亚宣布以 27.5 亿美元收购 NJOY，此时NJOY在美国的市场份额仅为3%。

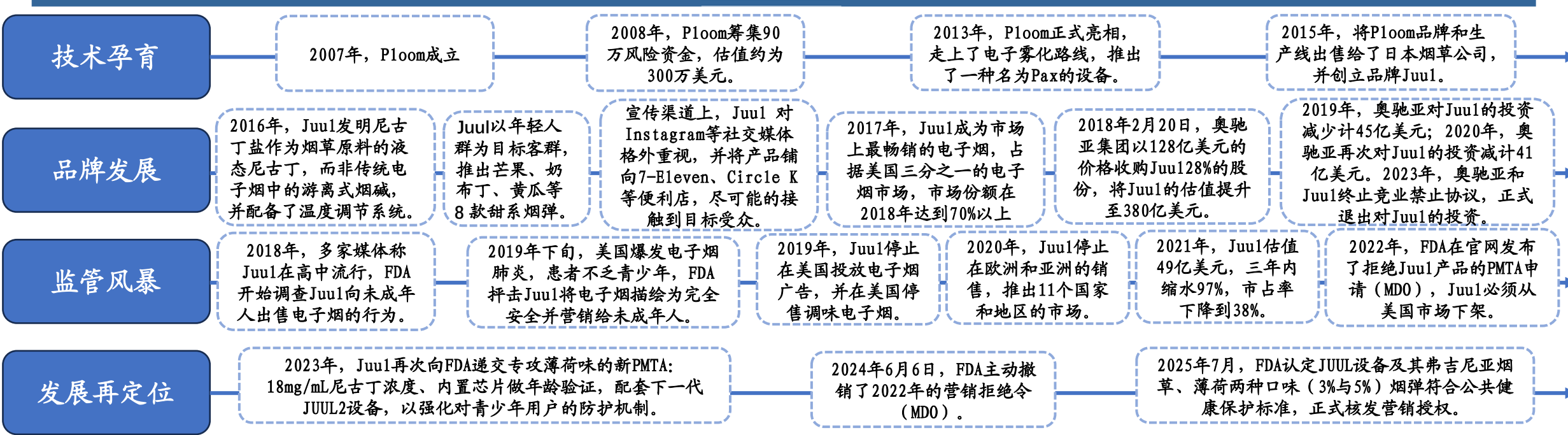
NJOY发展历程



6.思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

➤ Juul (2015-2018)：技术升级+口味破圈后来居上，监管合规下从巨头陨落。2015 年，JUUL首次在电子烟中使用尼古丁盐，对比 NJOY 的一次性 4.5% 游离碱尼古丁，解瘾速度接近传统烟，却几乎无呛喉感，用户体验出现代际跃升，“小烟+尼古丁盐+可换弹”方案开始流行。Juul以年轻人群为目标客群，推出芒果、奶布丁、黄瓜等 8 款甜系烟弹，在 Instagram 等社交媒体掀起 #JuulChallenge 话题，18-24 岁渗透率大幅提升，Juul市场份额于2018年9月达到72%。但随着电子烟流行，美国未成年吸烟率直线上升，FDA于2018年春对Juul启动正式调查，2019年下旬美国电子烟肺炎将Juul推上风口浪尖，2020 年 2 月起 FDA 禁止所有水果/甜点/薄荷味换弹式产品，监管合规下Juul从巨头陨落。

Juul发展历程



资料来源：两个至上，Vox，金融界，36Kr，电子烟公众号，新商业派，华安证券研究所整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

6.思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

➤ **Vuse (2019-至今)：合规红利+低价下沉，占据合法货架。**2021年10月 Vuse Solo 成为首个通过FDA PMTA 的换弹式电子烟（烟草味），2022年5月Vibe和Ciro跟进获批，而竞争对手Juul 的 PMTA 迟迟未获批，2022 年 6 月更收到营销拒绝令（MDO）。Vuse抓住合规红利期，通过比同期 Juul定价低 15-20%的策略吸引传统烟民转化，并抓住Juul 因舆论压力被 Walmart、Kroger 等大型连锁下架的市场机遇大规模进行渠道铺货。2022 年，Vuse美国市占率 35.3%，反超 JUUL，2023 年全球雾化零售额第一，2024年全球价值份额达40%，累计用户达1190万。

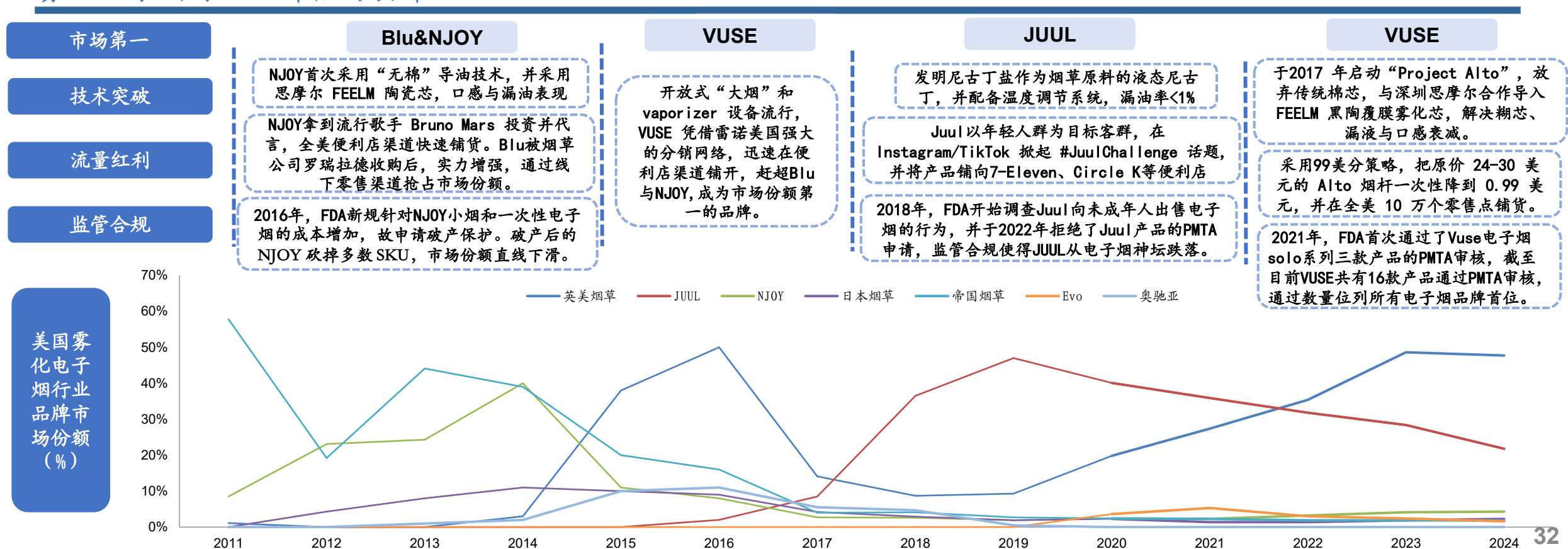
Vuse发展历程



6.思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

➤ **复盘雾化电子烟行业格局演绎，技术突破、流量红利、监管合规为三大主导因素。**短短十余年，电子烟行业市场第一从 Blu（帝国烟草）→NJOY→JUUL→Vuse（英美烟草）经历了多次易主。复盘市场头部品牌的沉浮，我们认为，技术突破、流量红利、监管合规是交替主导电子烟“王者轮替”的三条主线。

雾化电子烟行业品牌格局演绎



6.思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

➤ 从技术突破角度，Glo Hilo具备加热时间短、温度高、成本低等优势。相较于菲莫国际IQOS与日本烟草Ploom，Glo Hilo在多方面存在优势：1) 采用TurboStart加热技术，通过将红外线与高导热性石英相结合，仅需5秒即可完成加热，远低于IQOS和Ploom。加热温度达到约370℃，为Glo历史上的最高温度。2) 使用专用烟支virto，中空蜂窝状排列，能够最大限度地释放口感和香气。3) 设备不限制单次充电后的使用次数，以时间控制吸烟周期，标准模式使用时间为5分10秒，增强模式为4分10秒。4) 通过蓝牙连接到“myglo”手机应用程序，用户可以查看吸烟次数、自定义吸烟时间、自定义屏幕显示内容、设备定位以及锁定/解锁设备。5) 烟具首发定价3980日元/套，配套烟弹零售价580日元/包，价格为IQOS的1/2。

主流HNB产品参数对比

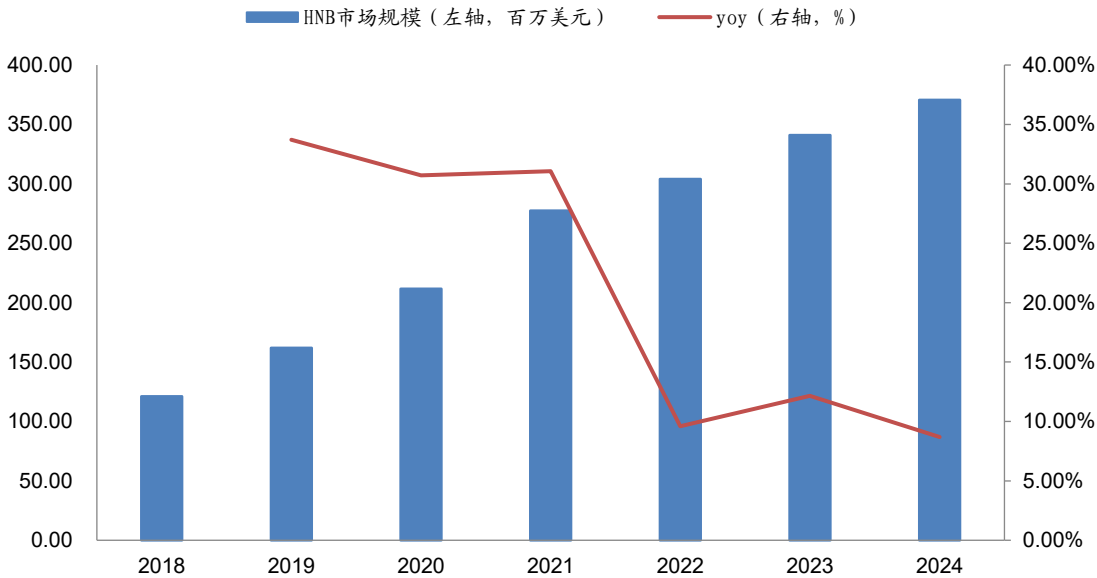
	Glo Hilo	IQOS ILUMA	Ploom AURA
			
规格	30.3×16×123.4mm，75g	101×14.5×30.5 mm，146g	24.2×109.4×29.2mm，75.5g
兼容烟弹	virto	TEREA	EVO
加热方式	TurboStart技术	电磁感应加热技术	SMART HEATFLOW
加热温度	370℃	350℃	320℃
使用次数	不限	6min，14次	Standard Mode: 5min，20次；Strong Mode: 3min，25次 Long Mode: 6min，19次；Eco Mode: 3min，27次
预热时间	5s	20s	25s
价格	JP：¥3,980；virto：¥580（JT）	烟具：\$60；烟弹：\$8	JP：¥2,980

资料来源：两个至上，烟草在线，艾邦新消费，华安证券研究所

6.思摩尔国际——GloHilo能否打破现有新型烟草格局？

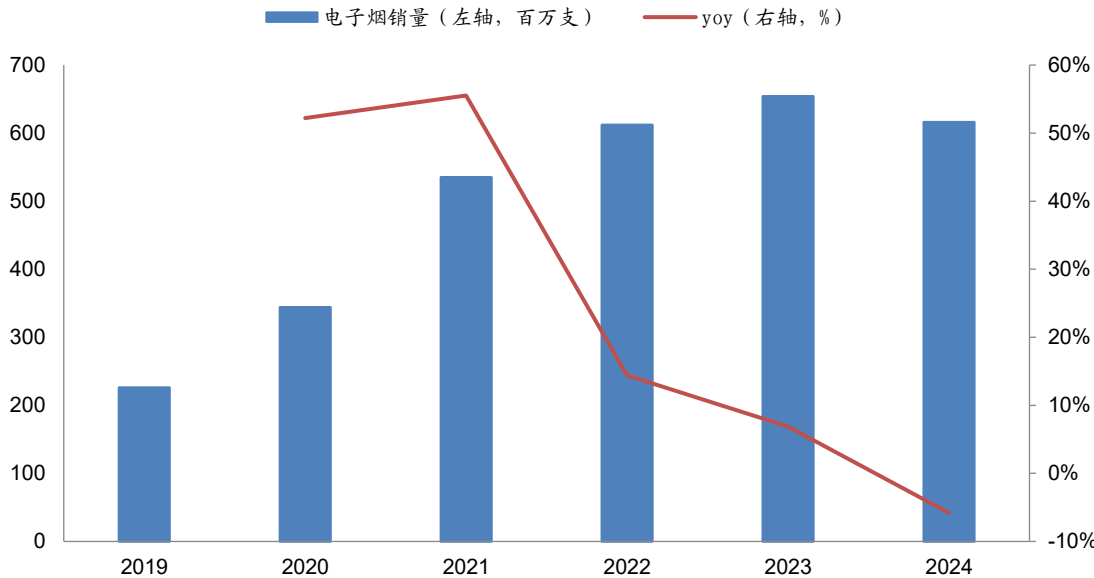
➤ 从流量红利角度，英美烟草重视Glo Hilo推广。在HNB市场中，IQOS品牌一直保持着市场领导者地位，其他竞争者需要依赖顶级供应链合作伙伴来争夺市场份额。2018年，BAT与思摩尔首次合作，FEELM 陶瓷芯技术使得电子烟VUSE的口感提升，助力其在北美市场的份额在五年内从8.7%提升至48.6%。但近三年，BAT电子烟销量增速放缓，急需寻找新的高增长品类。2024年，BAT与思摩尔再度合作，共同开发加热不燃烧产品Glo Hilo。此次思摩尔通过整套解决方案方式进入且与英美烟草专利共享，一方面说明BAT发展HNB市场的迫切，另一方面也印证了思摩尔国际在新型烟草领域的实力。2024年11月，Glo Hilo率先在塞尔维亚推出，转化率较之前的试验翻了一番。2025年6月，Glo Hilo在日本宫城县正式发售，专属烟弹virto同步上市，并于9月1日在日本全国推广。2025年下半年，Glo Hilo将在主要市场的分阶段推广，收入将实现加速增长。

HNB市场规模及yoy



资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

英美烟草电子烟销量及yoy

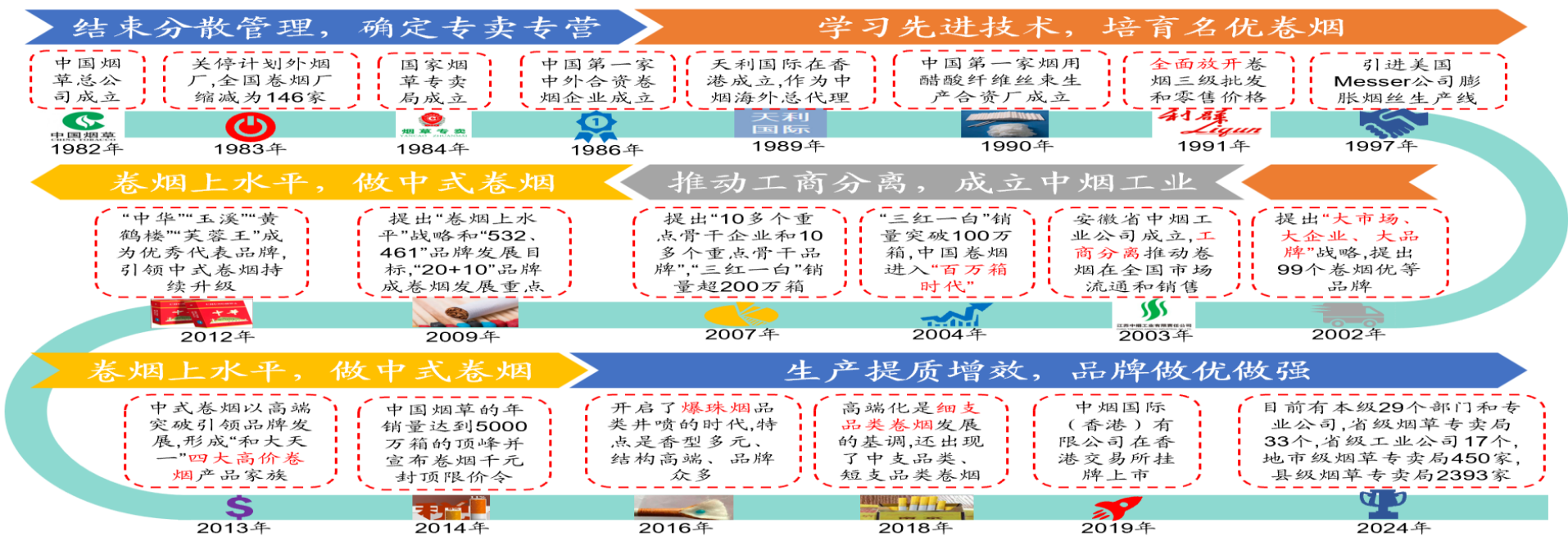


资料来源：英美烟草公告，华安证券研究所

7.中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

➤ 中国烟草自1994年“分税制”改革起，一直是国家税收的中坚力量。我国烟草行业实现税利总额从1981年的75亿元增长至2024年16008亿元，CAGR为13.28%，1981-2024年全行业总计实现税利20.55万亿元。2024年，烟草行业实现工商税利总额15217亿元，同比增长5.2%；实现财政总额15446亿元，同比增长2.8%，占当年国家财政收入的7.03%。根据《中国税务年鉴2024》，中国消费税为16532亿元（占财政总额约7%），其中，烟草消费税占总消费税比例约为51%，是消费税最重要的组成部分。回顾中烟发展历程，为了推动中国烟草高质量发展，中烟先后培育名优卷烟、上水平做中式卷烟、做优做强品牌；展望后续，国际化亦将是中烟的一大发展战略。

中国烟草发展历程



资料来源：《中国烟草年鉴》，中国烟草资讯，烟草在线，中国烟草网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

7.中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

➤ 全球烟草制度的差异决定了海外烟草经营需要独家专业营运平台。全球烟草制度可主要分为完全专卖制、部分专卖制、管制竞争制、自由竞争制。不同国家的烟草监管制度、管理部门、税收体系、社会环境、消费习惯等各不相同，且常有变化，也导致了在全球各个国家地区进行烟草产品经营需要专业化的财务、法务、营销团队，以遵守当地税收、海关、法律、规章、法规、标准及其他相关监管规定。海外烟草经营需要独立平台进行专业化运营。

世界主要国家烟草制度、税收、税负等对比

国家	烟草制度	2021年成人每日吸烟率	2022年烟草税占总零售价比例	烟草税对国家财政的重要性	烟草税在国家与地方政府间的分配
中国	完全专卖制	21%	52.2%	2023年烟草行业实现工商税利总额15217亿元，同比增长5.6%，实现财政总额15028亿元，同比增长4.3%，占当年国家财政收入的6.93%。2022年，中国消费税为16118亿元（占财政总额7%），其中，烟草消费税占总消费税比例约为51%。	国家:地方为77%:23%
日本	部分专卖制	17%	59.9%	2022年国家税收总额（约763,377亿日元）中，国家烟草税和特别烟草税约占1.4%；2022年地方税收总额（约440,522亿日元）中，地方烟草税约占2.4%。	国家:地方为40%:60%
美国	管制竞争制	14%	37.4%	2023年，美国联邦消费税收入总额为760亿美元，占国内生产总值的0.3%，占联邦政府税收收入的2%（个人所得税/工资税占比分别为49%/36%），其中烟草消费税收入为103亿美元，占消费税的比例为13.55%。	国家:地方为30%:70%
俄罗斯	自由竞争制	28%	51.06%	2023年，卷烟消费税在卷烟零售价格中的比例为48.8%。卷烟消费税为联邦税，归属于联邦政府所有。2023年，俄罗斯国内烟草消费税收入7,248亿卢布，同比增长8.8%，占联邦税收收入（46.8万亿卢布）的1.5%。	归属联邦政府所有

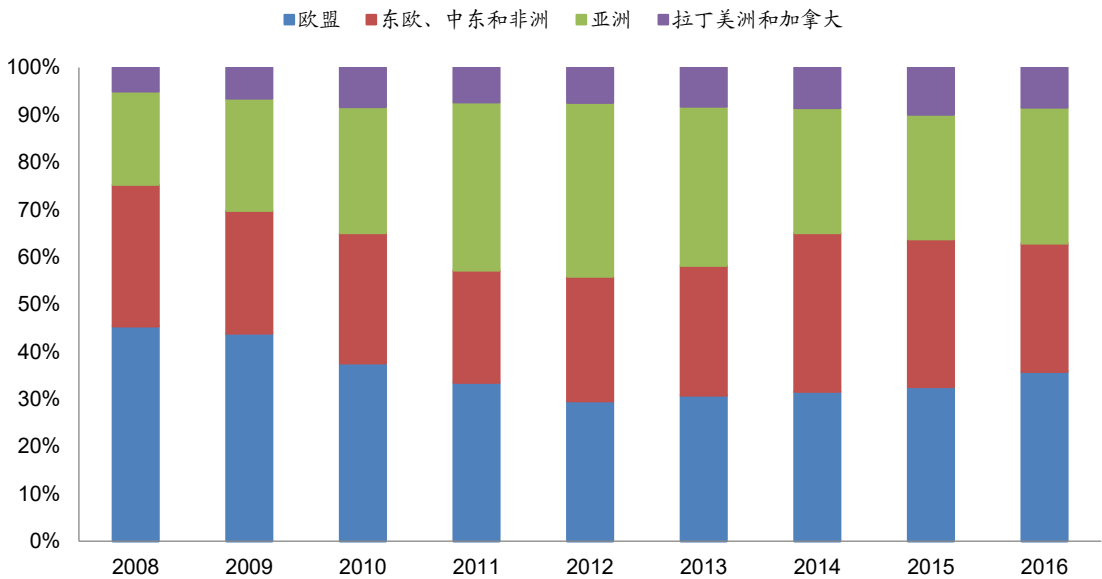
资料来源：《从世界烟草专卖制度演变模式看我国烟草专卖制度的改革》吕筱萍、杨静著，华安证券研究所测算整理

敬请参阅末页重要声明及评级说明

7.中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

➤ 菲莫国际从奥驰亚集团拆分正是贯彻了独立运营国际业务战略。2008年，奥驰亚集团将美国业务和国际业务分开，菲莫国际（PMI）专营国际烟草业务，而奥驰亚集团则成为一家专营美国业务的烟草公司。拆分后，菲莫国际积极开拓亚洲、拉丁美洲和加拿大市场，在烟草市场的全球化方面取得了显著进展，为公司业绩增长贡献核心增量，菲莫国际来自亚洲/拉丁美洲和加拿大的收入占比由2008年的19.7%/5.0%提升至2016年的28.7%/8.4%，而PMI来自欧盟的收入占比由2008年的45.40%下降至2016年的35.80%。截至2024年，菲莫国际卷烟产品在170个国家和地区销售，无烟气烟草制品在95个国家和地区销售。

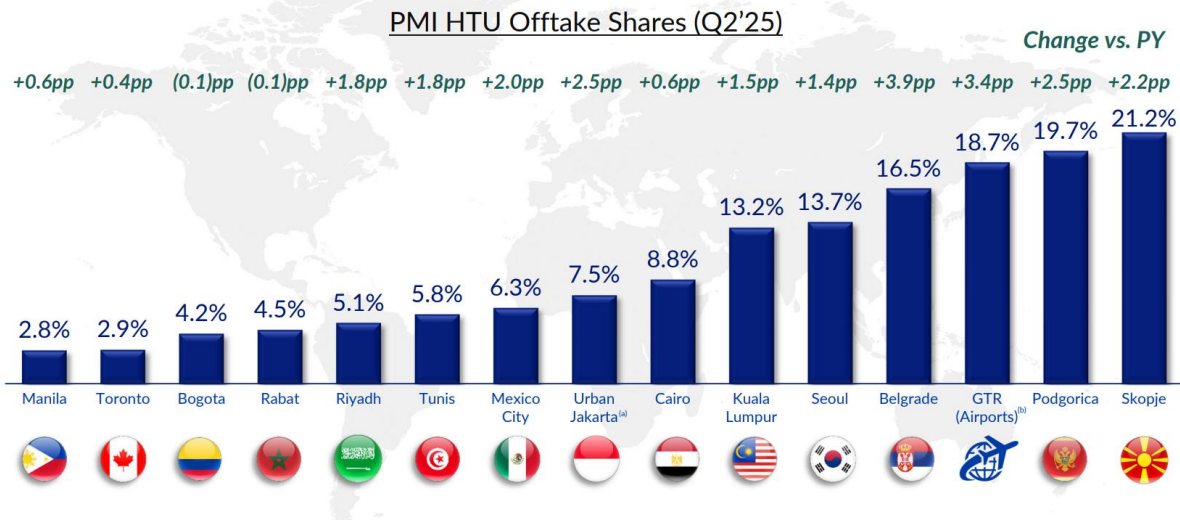
PMI来自各个地区的收入占比



资料来源：PMI公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

2025年PMI HTU产品全球市场份额



资料来源：PMI公司公告，华安证券研究所

7.中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

➤ 中烟香港作为中烟国际负责境外资本市场运作及国际业务拓展的指定境外平台，承载中国烟草全球化战略使命。根据中国加入WTO协议，烟草专卖品的进出口业务在我国属于国营贸易，《烟草专卖法》及中烟办60号文规定，中烟香港拥有指定地理区域内烟草制品进出口业务独家经营权。中烟香港的重组上市，有利于：1) 区别于从前依靠各个企业分散的力量发展进出口业务，重组后的中烟香港可以有效整合国内资源，增强整体竞争力。2) 从资本运作上有利于在国际市场融资并进行投资并购。展望未来，1) 中烟国际或把更多进出口业务置于中烟香港上市公司体内；2) 地方中烟公司的海外资产亦或置于上市公司，以统一主体进行海外布局；3) 中烟香港收购烟叶类产品供应商、具有增长潜力的卷烟品牌、有价值的新型烟草制品品牌和专有技术、优质批发商和销售渠道来提高市占率和产品渗透率。

2018年中烟香港重组安排

公司重组原则	具体安排
明确的业务地域划分	与中烟旗下其他实体的业务在地理位置上清晰界定
独家经营业务	在明确界定的地理区域内独家经营相关产品的进出口业务
天利先前业务的部分转让，部分保留	转让给中烟香港的：自非受制裁国进口烟叶类产品、向东南亚出口烟叶类产品、向泰国，新加坡的免税店出口免税卷烟 天利保留的：自受制裁国（包括津巴布韦）进口烟叶类产品、向欧洲及北美客户出口烟叶类产品、向韩国免税店出口卷烟
缺乏开展能力的业务未纳入重组范围	部分由中烟旗下其他实体的开展的业务中烟香港目前缺乏能力开展，则未纳入重组范围，但日后可能纳入
具有巨大增长潜力的新业务	业务包括新型烟草的出口业务，增长潜力巨大
各实体的业务和管理连续性	重组保留了重组前中烟旗下实体的业务和管理连续性

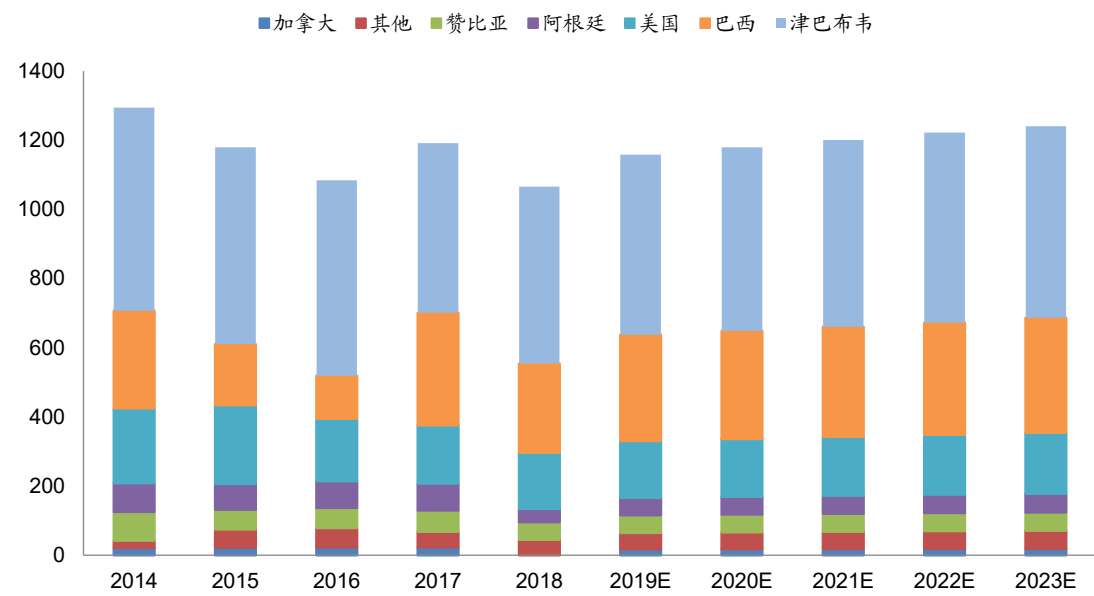
资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

7.中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

➤ 截至2021年，中烟国际在境内外直接或间接投资设立的全资、参股公司15家（含中烟国际所属公司的子公司）。包括：天泽烟草有限责任公司（津巴布韦哈拉雷）、迪拜瑞世达贸易有限责任公司（阿联酋迪拜）、中烟国际巴西有限公司（巴西南大河州）、中巴烟草出口股份有限公司（巴西南大河州）、中烟菲莫国际有限公司（瑞士洛桑）、中烟国际阿根廷有限责任公司（阿根廷萨尔塔省）、中烟国际（北美）股份有限公司（美国北卡罗来纳州）、中烟英美烟草国际有限公司（中国香港）、地平线国际合资有限公司（中国香港）、中烟国际中东公司（阿联酋杰贝阿里自贸区）等。

对进口烟叶类产品（中国）的需求（百万美元）



资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所

对进口烟叶类产品（中国）的需求-销量及占比（吨，%）

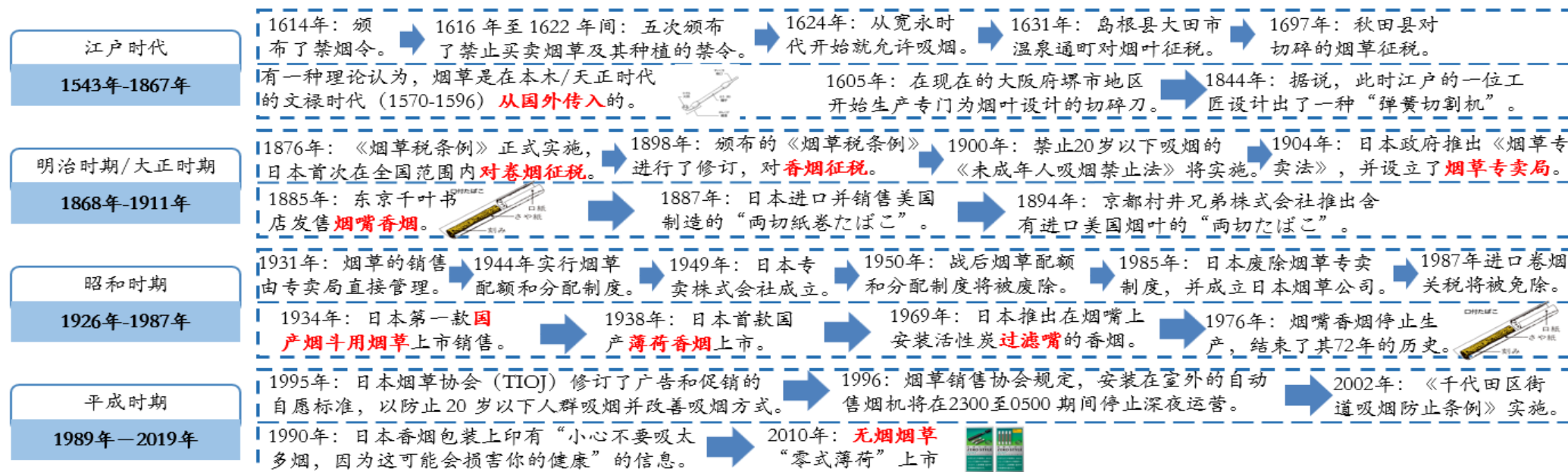
吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
加拿大	2539	2675	2752	2756	0	2126	2165	2218	2258	2298
其他	2539	6309	6729	5452	5437	5700	5879	6059	6251	6359
赞比亚	9963	6837	7017	7390	6125	6171	6230	6289	6349	6408
阿根廷	9939	8984	9252	9376	4618	6087	6206	6338	6458	6578
美国	25925	27265	21700	20280	19580	19818	20203	20601	21012	21449
巴西	33756	21123	14899	39081	31021	37052	37780	38523	39281	40381
津巴布韦	70303	68336	67887	59024	61717	62933	64177	65438	66727	67387
占比	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
加拿大	2%	2%	2%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
其他	2%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
赞比亚	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
阿根廷	6%	6%	7%	7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
美国	17%	19%	17%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	14%
巴西	22%	15%	11%	27%	24%	26%	26%	26%	26%	27%
津巴布韦	45%	48%	52%	41%	48%	45%	45%	45%	45%	45%

资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所

7. 中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

- 回顾日本烟草（JT）发展路径，通过收并购完成国际化，成为全球四大烟草公司。自1898年日本颁布《烟草专卖法》以来，日本对烟草行业实行专卖制度，具体而言就是在烟草行业实行政企合一的公社制度和国家控制干预制度，从烟草种植、生产到销售、进口等均实施专营制度，且零售实行统一定价和进货渠道管控。20世纪80年代，受到欧美要求开放卷烟市场的政治压力，加上世界石油危机的直接影响，日本政府不得不实施国有企业民营化改革。1985年，日本废除了烟草专卖制，同年日本专卖公社被改组为政府全额出资的特殊公司，即日本烟草产业株式会社(简称“JT”)。

日本烟草制度及产品变革历程



资料来源：日本烟草公司，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

7.中烟香港——如何看待中国烟草的出海之路？

➤ 回顾日本烟草（JT）发展路径，通过收并购完成国际化，成为全球四大烟草公司。1999年之后，JT在全世界范围通过数十次的收购，使自己成为全球四大烟草企业之一。其中包括：1999年，投资78亿美元收购了美国雷诺烟草公司的国际烟草业务，将海外市场覆盖从40多个国家迅速增加到70多个国家；2007年，以75亿英镑收购了加拉赫烟草公司，使JT国际卷烟市场份额从7.5%增加到了10.8%；2011年，出资4.5亿美元收购在苏丹和南苏丹经营的哈格卷烟烟草厂有限公司，扩张非洲市场；2011年，与Ploom公司达成合作协议，JT将在美国以外的地区销售Ploom的新一代“吸烟替代产品”等。2024年8月，JT正式宣布将以24亿美元总价收购美国第四大烟草公司Vector Group全部已发行股份，完成此次收购后，JT在美国市场的份额预计将从目前的2.3%提升至约8%，大幅提升其在全球第二大烟草市场的地位。

JT全球收购情况

年份	公司	属国	意义
1999	RJR Nabisco	美国	将海外市场覆盖从40多个国家迅速增加到70多个国家
2007	Gallaher Ltd	英国	国际卷烟销量大幅增长，市场份额从7.5%增加到了10.8%，从而在全球烟草市场中的排名跃升至第三位
2011	Haggar Cigarette & Tobacco Factory Ltd	南苏丹	标志着JT在非洲市场的扩张
2012	Gryson NV	比利时	推动公司在欧洲手卷烟市场的发展
2013	Megapolis	俄罗斯	支付7.5亿美元收购了俄罗斯最大烟草分销商Megapolis 20%的股份，进一步巩固了其在俄罗斯市场的地位
2013	Al Nakhla Tobacco Company S. A. E.	埃及	纳哈拉是全球领先的水烟烟草生产商之一
2015	Logic Technology Development LLC	美国	收购美国电子烟制造商Logic，进一步扩展在电子烟市场的影响力
2017	Mighty Corporation	菲律宾	Mighty Corporation为菲律宾烟草巨头
2017	Karyadibya Mahardhika和Surya Mustika Nusantara	印度尼西亚	收购Kretek生产商和销售代理商
2018	Donskoy Tabak	俄罗斯	收购俄罗斯第四大卷烟制造商Donskoy Tabak，进一步扩大在俄罗斯市场的业务
2024	Vector Group	美国	收购美国第四大烟草公司，美国市场的份额预计将从目前的2.3%提升至约8%

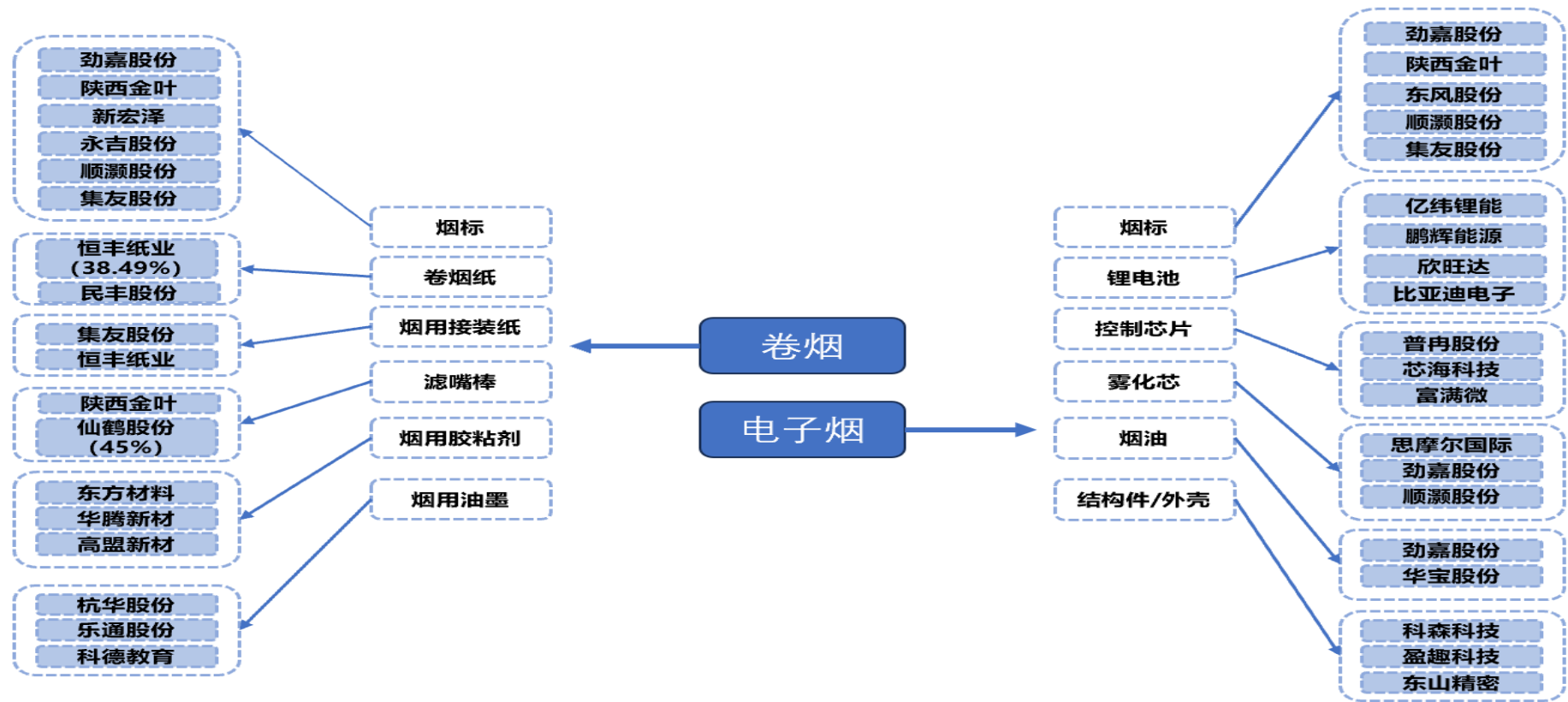
资料来源：烟草市场，SeeSmo，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

8. 产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

➤ 烟用物资是卷烟和电子烟生产中的关键配套材料。根据《中华人民共和国烟草专卖法（2015年修正）》规定，烟草专卖品是指卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械。其中卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶统称烟草制品。卷烟烟用物资包括：烟标、卷烟纸、烟用接装纸、滤嘴棒、烟用胶粘剂、烟用油墨等；电子烟烟用物资包括：烟标、锂电池、控制芯片、雾化芯、烟油、结构件/外壳等。

卷烟与电子烟烟用物资产业链上市公司情况



8. 产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

➤ 烟标由民营的印刷包装企业通过招标生产。烟标俗称“烟盒”，是烟草制品的商标以及具有标识性包装物总称，用于卷烟包装。烟标与卷烟之间较强的配套关系，与卷烟产量高度相关，且呈现高端化趋势，2023年中国卷烟产量24427.50亿支，对应烟标需求量约为122.14亿套，烟标价格均值为2.89元/套，市场规模为352.98亿元。全国规模以上的烟标印刷企业约200家左右，烟标行业较为分散，市场集中度低。烟标头部企业包括劲嘉股份、东风股份、陕西金叶、新宏泽、创新股份、力图控股、永吉股份、顺灏股份、集友股份等，CR5为10.42%。烟标印刷企业区域分布特征较为明显，行业龙头往往布局全国，分布均衡，同时存在大量中小烟标企业，服务于各省的中烟公司。

烟用物资分类及主要用途

烟用物资分类	主要用途
卷烟纸	用于包裹烟丝的特种纸，包裹烟丝使之成为卷烟，主要分为机卷烟纸和手卷烟纸两大类。机卷烟纸包括常规罗纹、方格纹、彩色等不同外观形态，全麻、含麻、木浆等不同纤维原料；手卷烟纸用于手工包裹烟丝卷制手卷烟，产品具有低定量、柔软细腻、外观新颖、超薄慢燃的特点。
滤嘴棒	卷烟的过滤部分，主要材料为醋酸纤维，用于吸附焦油等有害物质
接装纸	即用于连接烟支与滤嘴的特种纸，又称水松纸，与卷烟纸配合使用的产品，特殊功能还包括装饰功能、防伪功能、降焦功能以及其他功能。
烟标	卷烟的包装盒，香烟制品的商标，是品牌形象和防伪技术的重要载体，具备高附加值，材质通常为高品质的卡纸，印刷工艺复杂
烟用胶粘剂	用于卷烟生产各环节（如卷烟纸搭口、滤嘴粘合）的粘合剂
烟用油墨	用于烟标、接装纸等印刷的专用油墨，环保和安全标准通常要求达到食品级标准

8. 产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

烟标产业链上市公司情况

上市公司	核心产品及业务	产能情况	服务品牌	区域市场	2024年烟标业务收入
劲嘉股份	公司包装产品种类丰富，涵盖广泛，主要聚焦于高技术、高附加值的烟标、酒盒，以及高端电子消费品、日化产品、药品的纸制品包装等领域。	精品纸包装（含烟标及彩盒）2024年度63.62亿个，销量为76.44亿个	公司及下属子公司、参股公司生产的烟标基本覆盖了国内烟草行业的规模品牌	2024年华东/华南/西南市场收入占比为21.51%/32.94%/13.45%。	精品纸包装（含烟标及彩盒）营业收入为17.34亿元
陕西金叶	烟草配套产业主要产品为烟标、烟用丝束、咀棒的生产销售。	2024年生产烟标158.96万张，销售量为155.15万张	客户主要为全国各地中烟公司	陕西省、云南省收入占比分别为44.35%/22.15%	烟标营业收入为7.50亿元
新宏泽	公司主营业务为烟标，用于卷烟包装，专注烟标设计、生产、销售。	2024年生产烟标60.96万箱，销售量为55.46万箱	公司已经与各地建立了良好的合作关系，并成为广西中烟、河北中烟、福建中烟的合格烟标印刷资质供应商。	西南，华东，华中地区收入占比分别为77.25%/15.08%/3.24%	烟标营业收入为3.64亿元
永吉股份	公司的主营业务为烟标和其他包装印刷品的设计、研发、生产和销售。	2024年生产烟标1.87亿套，销售量为1.8亿套	贵烟（福中支）、贵烟（红中支）、贵烟（山水）、南京（软九五）、南京（雨花石）、南京（梦都）、阿诗玛（硬）、利群（软蓝）等	贵州，省外地区，澳大利亚营业收入分别为9.69亿元/1.57亿元/1.42亿元	烟标营业收入为5.93亿元
顺灏股份	主营业务围绕特种环保纸的研发、生产及销售，印刷品的研发、生产及销售，工业大麻精深加工及应用场景研发，新型烟草的研发、生产与销售等四大业务展开。	2024年生产烟标44.87亿张，销售量为62.02亿张	以上海为研发中心，在福建、云南等省份均建有生产基地，产品主要销往国内以及海外等多个国家。	华中，华东，华南，西南，西北，华北，海外地区收入占比分别为9.52%/25.21%/15.63%/28.64%/0.09%/2.95%/8.42%	烟标营业收入为6.97亿元
集友股份	公司主要从事包装印刷品及电化铝的生产和销售。包装印刷业务，具体为卷烟包装印刷业务和社会包装印刷业务等印刷品的研发、生产与销售。	2024年生产烟标14.78万大箱，销售量为28.66万大箱	主要客户有安徽中烟，云南中烟，陕西中烟，甘肃烟草四川中烟等公司	中南，西南，西北，华南，华东，华北地区收入占比分别为3.23%/28.12%/6.08%/3.40%/51.98%/5.49%	烟标营业收入为1.89亿元

8. 产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

➤ 烟用接装纸和卷烟纸由民营的印刷包装企业通过招标生产。烟用接装纸又称水松纸，是供卷烟厂将滤嘴与卷烟烟支接装起来，与卷烟纸配合使用的产品。卷烟纸是用于包装烟草制作香烟专用纸，包括直罗纹卷烟纸、横罗纹卷烟纸、防伪卷烟纸等。烟用接装纸原纸是烟用接装纸的基纸，经印刷或涂布加工后作为滤棒与烟支卷接材料使用。烟用接装纸头部企业包括集友股份、恒丰纸业等，卷烟纸的头部企业包括恒丰纸业、民丰特纸、云南红塔蓝鹰纸业、四川锦丰纸业、中烟摩迪（江门）纸业等。

烟用接装纸和卷烟纸等产品产业链上市公司情况

上市公司	核心产品及业务	产能情况	服务品牌	区域市场	2024年烟用接装纸/卷烟纸营业收入	市占率（%）
集友股份	公司主要从事包装印刷品及电化铝的生产和销售。包装印刷业务，具体为卷烟包装印刷业务和社会包装印刷业务等印刷品的研发、生产与销售。	2024年生产烟用接装纸1752.42吨，销售量为268.92吨	主要客户有安徽中烟，云南中烟，陕西中烟，甘肃烟草四川中烟等公司	中南，西南，西北，华南，华东，华北地区收入占比分别为3.23%/28.12%/6.08%/3.40%/51.98%/5.49%	烟用接装纸收入为1.57亿元	/
恒丰纸业	烟草工业用纸为公司主营产品，适用于传统烟草及新型烟草。包括卷烟纸、滤棒成形纸、烟用接装纸原纸和新型烟草用纸等系列产品。	2024年国内国际卷烟纸总销量4.9万吨	国内各中烟公司及国外烟草公司	国内，国外收入占比分别为69.04%/29.40%	烟草工业用纸收入18.72亿元	38.49%
民丰股份	烟草行业用纸系列主要包括卷烟纸、成型纸、烟用接装原纸等产品。	2024年生产卷烟纸2.76万吨，销量为2.92万吨	产品被应用于包括中华、芙蓉王和七匹狼在内的国内大部分知名卷烟品牌	国内，国外收入占比分别为97.09%/2.09%	卷烟纸营业收入为4.77亿元	/

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

8. 产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

➤ 滤嘴棒由民营的印刷包装企业通过招标生产。滤嘴棒是卷烟的核心过滤组件，通过物理拦截和化学吸附降低烟气中有害物质摄入，主流材质包括醋酸纤维、聚丙烯及复合型材料。滤嘴棒行业较为分散，许多企业通过生产烟用包装材料，间接参与滤嘴棒产业链。滤嘴棒头部企业包括陕西金叶、仙鹤股份、南通烟滤嘴有限责任公司、江苏大亚、中邦烟具、虎牌集团等。

滤嘴棒产业链上市公司情况

上市公司	核心产品及业务	产能情况	服务品牌	区域市场	2024年烟用接装纸/卷烟纸营业收入	市占率
陕西金叶	烟草配套产业主要产品为烟标、烟用丝束、咀棒的生产销售。	2024年烟用咀棒产量37.72亿支，销售量37.88亿支	客户主要为全国各地中烟公司	陕西省、云南省、河南省、四川省收入占比分别为44.35%/22.15%/9.59%/5.74%	烟用丝束、咀棒收入9292.26万元	/
仙鹤股份	烟草行业配套系列适用于卷烟类产品（传统可燃烟及加热不燃烧新型烟草等）过滤嘴和烟盒内衬材料的包装。	2024年烟草行业配套系列产量10.97万吨，销售量10.28万吨	与国内大部分知名卷烟厂已有多年稳定的合作，并已经被国外主要知名烟草公司认证和稳定使用	国内，国外收入占比分别为92.12%/7.88%	烟草行业配套系列收入9.07亿元	45%

8. 产业链——烟用物资产业链有哪些上市公司？

➤ 烟用胶粘剂和烟用油墨由民营的胶粘剂、油墨企业通过招标生产。烟用胶粘剂是用于卷烟生产各环节（如卷烟纸搭口、滤嘴粘合）的粘合剂，国内胶粘剂市场呈现出高度集中的竞争态势。烟用油墨用于烟标、接装纸等印刷的专用油墨，环保和安全标准通常要求达到食品级标准，包括胶印油墨、液体油墨、凹印油墨等。烟用胶粘剂头部企业包括东方材料、永安康瑞、众邦卷烟等，烟用油墨头部企业包括东方材料、杭华股份、乐通股份、科德教育等。

烟用胶粘剂和烟用油墨等产品产业链上市公司情况

上市公司	核心产品及业务	产能情况	区域市场	2024年烟用胶粘剂/烟用油墨营业收入
东方材料	公司主要从事油墨、聚氨酯胶黏剂的生产和销售	2024年生产包装油墨1.41万吨，总销量1.42万吨；生产胶粘剂0.74万吨，总销量0.73万吨。	国内、国外收入占比分别为99.79%/0.21%	包装油墨收入为2.72亿元，胶粘剂收入为1.18亿元
杭华股份	公司主要从事节能环保型油墨产品，各系列油墨产品广泛应用于食品饮料、医药卷烟、日化用品包装、商业印刷、广告媒体和先进工业制造等领域	2024年生产胶印油墨1.48万吨，总销量1.43万吨；生产液体油墨0.98万吨，总销量0.98万吨	国内，国外收入占比分别为96.23%/3.77%	胶印油墨收入3.48亿元，液体油墨收入2.01亿元
乐通股份	公司主要从事各类印刷油墨的技术开发、生产与销售，核心产品为中高端凹印油墨，广泛应用于饮料包装、食品包装、卷烟包装等领域	2024年生产油墨2.07万吨，总销量2.04万吨	长三角、珠三角、环渤海地区收入占比分别为46.83%/18.78%/11.46%	凹印油墨收入3.91亿元，胶印油墨收入176.04万元
科德教育	公司长期专注于高分子材料和改性植物油的研发，将其应用于印刷油墨的生产和销售，油墨产品广泛应用于包装印刷、出版印刷及商业印刷等领域	2024年生产油墨1.68万吨，总销量1.65万吨	国内，国外收入占比分别为88.42%/11.58%	油墨产品收入4.27亿元

感谢关注！

风险提示：行业监管政策风险、供应链份额变化风险、引用数据溯源风险、新产品拓展进度不及预期、财税政策变化风险、产品价格调整风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。