

商贸零售行业跟踪周报

菲莫国际和英美烟草发布 25H1 业绩，预计 HNB 业务全年均双位数增长

增持（维持）

2025 年 08 月 04 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璜

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

证券分析师 郝越

执业证书：S0600524080008

xiy@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

- **菲莫国际 7 月 22 日发布 2025 年 Q2 业绩：**菲莫国际 Q2 实现营收 101 亿美元，有机同比+6.8%。2025 年上半年营收为 194 亿美元，同比+6.5%。Q2 无烟产品收入 42 亿美元，有机同比+14.5%，占整体收入的 41%，同比+2.9pct；出货量同比+11.8%，其中 HNB/口含烟/电子雾化同比+9.2%/23.8%/100%。
- **HNB 业务继续增长：**Q2 HNB 销量 388 亿支，同比+9.2%（Q1 为 11.9%），剔除渠道库存影响 Q2 同比+11.4%（Q1 为 9.4%）。Q2 欧洲、日本、印尼和韩国等增速较快，全球市占率环比持平，截至 2025Q2 末，HNB 用户数 3400 万。Q2 日本市场 HNB 渗透率提升至 48%，yoy+3pct，菲莫占烟草行业份额提升至 32%，yoy+2.3pct。菲莫维持 HNB 全年销量增长 10-12%预期。
- **口含烟和雾化电子业务高增：**Q2 口含烟销量同增 23.8%，其中 ZYN 增长 43%，美国尼古丁袋销量 1.9 亿罐，同比+41%。美国 ZYN 扩产提前完成。雾化电子业务，VEEV 继续推动新市场上市，Q2 欧洲出货量同比翻倍增长。
- **英美烟草 8 月 1 日发布 2025 上半年业绩：**英美烟草 2025H1 营收 125.69 亿英镑，恒定汇率下同比+1.8%。H1 新型烟草营收为 16.51 亿英镑，同比+2.4%，占比为 18.2%，同比+0.7pct；其中雾化电子/加热不燃烧/现代口含烟收入恒定汇率口径同比分别-13.0%/+3.1%/+40.6%。英美烟草预计 H2 新型烟草加速增长，全年收入同比增速为个位数。
- **H2 分阶段推广 HNB 新品，收入将加速增长：**加热不燃烧 H1 收入同比+0.8%，恒定汇率口径+3.1%。出货量市占率同比-0.7pct，其中亚太中东非洲出货量 62 亿支，同比+8.7%，主要系日本和哈萨克斯坦推动；美洲欧洲出货量 39 亿支，同比-8.3%，波兰和葡萄牙增长被捷克、德国和罗马尼亚下滑抵消，意大利份额保持稳定，系全球推广 Hilo 前部分市场减少供给。预计 H2 在主要市场分阶段推出，收入加速增长。
- **现代口含烟延续增长，雾化电子受非法产品影响：**现代口含烟 H1 营收同比+38.1%，恒定汇率口径+40.6%，出货量同比+42.2%；其中美国市场收入同比+372%，恒定汇率下+206%，出货量同比+206%。雾化电子 H1 收入同比-15.3%，恒定汇率口径-13.0%，出货量同比-12.9%，系美国和加拿大不合规产品影响，新品 Vuse Ultra 将在 H2 带动雾化电子增长。
- **投资建议：**全球烟草行业规模接近万亿美元，在减害背景下新型烟草增速领先，并将占据更多市场份额。菲莫国际和英美烟草等国际烟草巨头加大对新型烟草的布局，聚焦加热不燃烧等品类，推进无烟化转型。建议关注与英美烟草 HNB 新品 glo Hilo 绑定的雾化电子代工龙头**思摩尔国际**，菲莫国际 IQOS 的代工商**盈趣科技**，以及有望整合境外资产的中烟唯一上市平台**中烟香港**。
- **风险提示：**监管政策不确定，新产品推广不及预期，市场竞争加剧等。

行业走势



相关研究

《618 节奏拉长规则简化，国货美妆高质量增长》

2025-06-23

《5 月我国非美出口展现韧性，重视非美出口枢纽小商品城的战略地位》

2025-06-16

内容目录

1. 本周行业观点4

2. 本周行情回顾5

3. 细分行业公司估值表5

4. 风险提示7

图表目录

图 1: 本周各指数涨跌幅.....5

图 2: 年初至今各指数涨跌幅.....5

表 1: 行业公司估值表（市值更新至 8 月 3 日）.....5

1. 本周行业观点

菲莫国际 7 月 22 日发布 2025 年 Q2 业绩：菲莫国际 Q2 实现营收 101 亿美元，有机口径同比+6.8%。2025 年上半年营收为 194 亿美元，同比+6.5%。Q2 无烟产品收入 42 亿美元，有机同比+14.5%，占整体收入的 41%，同比+2.9pct；出货量同比+11.8%，其中 HNB/口含烟/电子雾化同比+9.2%/23.8%/100%。

HNB 业务继续增长：Q2 HNB 销量 388 亿支，同比+9.2%（Q1 为 11.9%），剔除渠道库存影响 Q2 同比+11.4%（Q1 为 9.4%）。Q2 欧洲、日本、印尼和韩国等增速较快，全球市占率环比持平，截至 2025Q2 末，HNB 用户数 3400 万。Q2 日本市场 HNB 渗透率提升至 48%，yoy+3pct，菲莫占烟草行业份额提升至 32%，yoy+2.3pct。菲莫维持 HNB 全年销量增长 10-12%预期。

口含烟和雾化电子业务高增：Q2 口含烟销量同增 23.8%，其中 ZYN 增长 43%，美国尼古丁袋销量 1.9 亿罐，同比+41%。美国 ZYN 扩产提前完成。雾化电子业务，VEEV 继续推动新市场上市，Q2 欧洲出货量同比翻倍增长。

英美烟草 8 月 1 日发布 2025 上半年业绩：英美烟草 2025H1 营收 125.69 亿英镑，恒定汇率下同比+1.8%。H1 新型烟草营收为 16.51 亿英镑，同比+2.4%，占比为 18.2%，同比+0.7pct；其中雾化电子/加热不燃烧/现代口含烟收入恒定汇率口径同比分别-13.0%/+3.1%/+40.6%。英美烟草预计 H2 新型烟草加速增长，全年收入同比增速为中个位数。

H2 分阶段推广 HNB 新品，收入将加速增长：加热不燃烧 H1 收入同比+0.8%，恒定汇率口径+3.1%。出货量市占率同比-0.7pct，其中亚太中东非洲出货量 62 亿支，同比+8.7%，主要系日本和哈萨克斯坦推动；美洲欧洲出货量 39 亿支，同比-8.3%，波兰和葡萄牙增长被捷克、德国和罗马尼亚下滑抵消，意大利份额保持稳定，系全球推广 Hilo 前部分市场减少供给。预计 H2 在主要市场分阶段推出，收入加速增长。

现代口含烟延续增长，雾化电子受非法产品影响：现代口含烟 H1 营收同比+38.1%，恒定汇率口径+40.6%，出货量同比+42.2%；其中美国市场收入同比+372%，恒定汇率下+206%，出货量同比+206%。雾化电子 H1 收入同比-15.3%，恒定汇率口径-13.0%，出货量同比-12.9%，系美国和加拿大不合规产品影响，新品 Vuse Ultra 将在 H2 带动雾化电子增长。

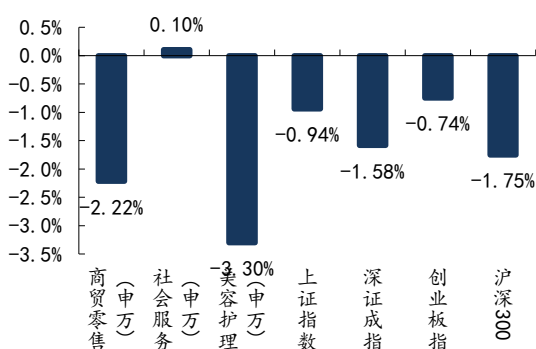
投资建议：全球烟草行业规模接近万亿美元，在减害背景下新型烟草增速领先，并将占据更多市场份额。菲莫国际和英美烟草等国际烟草巨头加大对新型烟草的布局，聚焦加热不燃烧等品类，推进无烟化转型。建议关注与英美烟草 HNB 新品 glo Hilo 绑定的雾化电子代工龙头**思摩尔国际**，菲莫国际 IQOS 的代工商**盈趣科技**，以及有望整合境外资产的中烟唯一上市平台**中烟香港**。

2. 本周行情回顾

本周（7月28日至8月1日），申万商贸零售指数涨跌幅-2.22%，申万社会服务+0.10%，申万美容护理-3.30%，上证综指-0.94%，深证成指-1.58%，创业板指-0.74%，沪深300指数-1.75%。

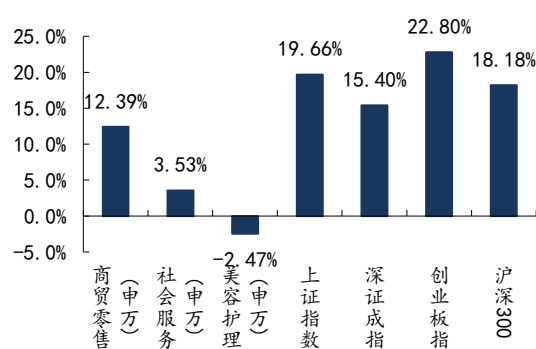
年初至今（1月2日至8月1日），申万商贸零售指数涨跌幅+12.39%，申万社会服务+3.53%，申万美容护理-2.47%，上证综指+19.66%，深证成指+15.40%，创业板指+22.80%，沪深300指数+18.18%。

图1：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 细分行业公司估值表

表1：行业公司估值表（市值更新至8月3日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	326	82.21	15.52	18.58	21.60	21	18	15	买入
300957.SZ	贝泰妮	191	44.98	5.03	6.60	8.09	38	29	24	买入
603983.SH	丸美生物	155	38.69	3.42	4.39	5.56	45	35	28	买入
600315.SH	上海家化	151	22.52	-8.33	3.22	4.08	-	47	37	买入
600223.SH	福瑞达	87	8.51	2.44	2.82	3.51	36	31	25	买入
688363.SH	华熙生物	250	51.95	1.74	7.19	8.65	144	35	29	未评级
300896.SZ	爱美客	558	184.53	19.58	21.41	23.59	29	26	24	买入
300856.SZ	科思股份	71	14.98	5.62	4.09	5.57	13	17	13	增持
300740.SZ	水羊股份	66	16.82	1.10	2.42	3.04	60	27	22	未评级
832982.BJ	锦波生物	372	322.91	7.32	11.14	15.61	51	33	24	买入
2367.HK	巨子生物	542	55.55	20.62	25.66	32.15	26	21	17	买入

培育钻石&珠宝

6181.HK	老铺黄金	1,085	690.00	14.73	48.03	68.23	74	23	16	买入
600612.SH	老凤祥	246	46.99	19.50	16.43	18.34	13	15	13	买入
002867.SZ	周大生	140	12.91	10.10	11.12	12.16	14	13	12	买入
1929.HK	周大福	1,186	13.20	64.99	59.16	77.06	18	20	15	未评级
002345.SZ	潮宏基	126	14.22	1.94	4.53	5.24	65	28	24	买入
600916.SH	中国黄金	137	8.16	8.18	11.82	13.23	17	12	10	未评级
605599.SH	菜百股份	117	15.09	7.19	7.81	8.37	16	15	14	买入

免税旅游出行

601888.SH	中国中免	1,336	64.59	42.67	46.80	53.53	31	29	25	买入
600009.SH	上海机场	800	32.14	19.34	29.39	37.19	41	27	22	未评级
600258.SH	首旅酒店	155	13.85	8.06	9.14	9.88	19	17	16	买入
600754.SH	锦江酒店	238	22.26	9.11	10.31	12.58	26	23	19	买入
1179.HK	华住集团-S	684	24.20	30.48	38.71	43.92	22	18	16	买入
600859.SH	王府井	156	13.88	2.69	6.25	7.48	58	25	21	未评级
0780.HK	同程旅行	414	19.44	27.85	34.82	42.21	15	12	10	增持
300144.SZ	宋城演艺	223	8.52	10.49	11.37	13.20	21	20	17	增持
301073.SZ	君亭酒店	43	22.23	0.25	0.66	0.89	172	65	49	未评级
603136.SH	天目湖	34	12.45	1.05	1.45	1.60	32	23	21	增持
002707.SZ	众信旅游	74	7.55	1.06	2.28	2.89	70	33	26	未评级
603199.SH	九华旅游	39	35.55	1.86	2.14	2.39	21	18	16	未评级
600054.SH	黄山旅游	84	11.58	3.15	3.63	3.99	27	23	21	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	75	14.25	2.35	2.93	3.27	32	26	23	未评级
300859.SZ	西域旅游	58	37.15	0.87	1.04	1.26	67	55	46	增持
600576.SH	祥源文旅	80	7.59	1.47	3.90	4.61	55	21	17	增持
603099.SH	长白山	97	36.45	1.44	1.87	2.25	67	52	43	未评级

出口链

600415.SH	小商品城	1,124	20.50	30.74	42.31	57.13	37	27	20	买入
300866.SZ	安克创新	661	123.55	21.14	24.58	33.51	31	27	20	买入
301376.SZ	致欧科技	72	17.93	3.34	4.18	5.44	22	17	13	买入
301381.SZ	赛维时代	83	20.50	2.14	3.38	4.46	39	24	19	未评级
603661.SH	恒林股份	41	29.39	2.63	6.64	7.73	16	6	5	未评级
9896.HK	名创优品	419	37.05	27.21	29.19	33.77	15	14	12	买入

产业互联网

600057.SH	厦门象屿	200	7.12	14.19	17.74	21.23	14	11	9	买入
600153.SH	建发股份	295	10.19	29.46	38.97	44.96	10	8	7	未评级
600755.SH	厦门国贸	137	6.30	6.26	13.00	15.69	22	11	9	未评级
600710.SH	苏美达	141	10.76	11.48	12.42	13.29	12	11	11	增持
9878.HK	汇通达网络	74	14.42	2.70	3.93	5.03	27	19	15	未评级

小家电

688696.SH	极米科技	78	111.56	1.20	4.30	5.63	65	18	14	买入
603486.SH	科沃斯	452	78.68	8.06	12.02	14.84	56	38	30	买入
688169.SH	石头科技	447	172.40	19.77	20.11	25.49	23	22	18	未评级

超市&其他专业连锁

600729.SH	重庆百货	128	29.13	13.15	14.06	14.99	10	9	9	买入
002419.SZ	天虹股份	67	5.70	0.77	1.28	1.61	87	52	41	未评级
601933.SH	永辉超市	430	4.74	-14.65	-8.66	4.41	-	-	98	增持
002697.SZ	红旗连锁	83	6.12	5.21	5.39	5.72	16	15	15	未评级
603708.SH	家家悦	67	10.56	1.32	1.86	2.27	51	36	30	未评级
300755.SZ	华致酒行	76	18.17	0.44	0.98	1.48	170	77	51	买入
301101.SZ	明月镜片	89	44.00	1.77	1.95	2.14	50	46	41	未评级
301078.SZ	孩子王	167	13.25	1.81	3.95	5.59	92	42	30	买入
603214.SH	爱婴室	27	19.80	1.06	1.32	1.59	26	21	17	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位为人民币。PE 按港币兑人民币汇率 0.91 换算（2025.8.1 汇率）；

注 3：名创优品、同程旅行使用经调整净利润口径。

4. 风险提示

监管政策不确定，新产品推广不及预期，市场竞争加剧等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>