



Research and
Development Center

英美烟草：新型烟草盈利修复，HNB 产品 Hilo 表态积极

轻工制造

2025 年 08 月 02 日

证券研究报告

行业研究

行业事项点评

轻工制造

投资评级 看好

上次评级 看好

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B

座

邮编: 100031

英美烟草：新型烟草盈利修复，HNB 产品 Hi lo 表态积极

2025 年 08 月 02 日

本期内容提要：

事件：英美烟草发布 2025 上半年业绩报告，25H1 收入实现 120.69 亿英镑（同比-2.2%，固定汇率下同比+1.8%），其中新型烟草收入 16.51 亿英镑（同比持平，固定汇率下同比+2.4%）、收入占比达 13.7%（同比+0.3pct）。新型烟草调整后毛利率增长 2.5ppts 至 59.6%（较传统卷烟高 10ppts），未来有望持续驱动公司盈利能力提升。展望未来，公司预计全球 25 年烟草市场销量下滑 2%，自身增长有望实现 1%-2%，其中新型烟草有望实现中个位数增长预期（H2 增速更高）。分产品来看，

雾化：美国延续承压，欧洲换弹已重返增长通道。25H1 实现收入 7.4 亿英镑（同比-15.3%，固定汇率下同比-13.0%），销量实现 2.5 亿颗（同比-12.9%）。在美国，公司受制于非法一次性产品（市场占比超 50%）&库存扰动，雾化销量同比-13.8%，公司市场份额仍保持领先，市占率达 49.5%（同比-20bps）；欧洲市场由于政策监管趋于完善、一次性产品逐步清退，换弹行业已重返增长通道，公司凭借自身产品&渠道力、市占率提升 30bps。公司新品 Vuse Ultra 在加拿大市场初期表现靓丽，25H2 有望加速推动全球扩张，雾化增长有望修复。

HNB：新品产品力优异，仙台试点成功。25H1 实现收入 4.4 亿英镑（同比+0.8%，固定汇率下同比+3.1%），销量为 101 亿颗（同比+1.6%）。美洲&欧洲市场 HNB 销量下滑 8.3%，其中捷克、德国、罗马尼亚等市场承压主要系公司暂为新品 HILO 大范围市场做出资源倾斜。APMEA 地区（亚太、中东和非洲）HNB 销量同比提升 8.7%，其中日本&哈萨克斯坦贡献显著。新品 HILO 在 6 月已于日本仙台试销，公司披露在市场调研中，消费者由于 HILO，对 GLO 的品牌认知度、创新度以及产品设计能力已有显著改观。HILO 在上市数周之内，市场份额已提升至 1.5%，公司认可 HILO 试点成功，预计 9 月向全日本推广、H2 向更多核心市场推出。

口含烟：美国高增，市占率快速提升。25H1 实现收入 4.7 亿英镑（同比+38.1%，固定汇率下+40.6%），全球销量市占率提升 4.4ppts，美洲&欧洲保持领先地位。此外，美国市场收入同比增长 372%（固定汇率下+384%）、销量同比增长 206%，受益于 Velo Plus 在全国范围内成功推出，实现量价齐升，市场份额提升 6.8ppts 至 13.2%。

标的关注：HNB 长坡厚雪，龙头持续推动产品迭代&市场扩张。关注行业核心解决方案供应商**思摩尔国际**；承载中国新型烟草出海的中**烟香港**；HNB 产业核心供应商**仙鹤股份**、**盈趣科技**等。

风险提示：全球监管趋严，产品推广不及预期，市场竞争加剧

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。