仅供内部参考，请勿外传！

2026 年 06 月 14 日

轻工造纸行业研究

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

国金证券研究所
分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：毕先磊（执业 S1130526040001） 联系人：谢俪丹
zhaozhongping@gjzq.com.cn bixianlei@gjzq.com.cn xielidan@gjzq.com.cn

海外新型烟草深度八：合规风暴利好龙头，关注国内新烟放开期权

投资逻辑：

国内新烟放开期权值得期待，必要性与可行性兼备，产业链有望受益：《加热卷烟》《尼古丁袋》强制国标已于 2026 年 5 月 7 日结束公示，正式进入标准制定期。必要性来自于税收国家利益与人民健康利益：在卷烟增长放缓、控烟压力上升背景下，两类减害产品有望补充烟草利税，造福人民健康，且能补充无烟场景与各价格带需求。可行性来自监管框架可参照与产品技术完备：海外对 HNB 与尼古丁袋监管已有成熟参考，中烟子公司也具备技术与产品储备。预计国内放开 HNB 与口含烟市场化推行是大势所趋，受益环节主要覆盖尼古丁供应、香精香料、卷烟纸及口含烟材料等。

全球情况概览：根据欧睿统计，2025 年全球新型烟草产品市场规模达 905.1 亿美元，同比增长 12.0%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁全球市场规模 138.4/243.6/431.1/91.9 亿美元，分别同比+0.9%/+7.0%/+13.4%/+45.7%，口服尼古丁产品高速增长，加热烟草产品维持 10%+增速，雾化电子烟增速回暖。预计 2026 年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计分别同比+0.9%/+7.5%/+12.7%/+28.9%至 139.6/261.8/485.8/118.5 亿美元。

菲莫国际：新型烟草营收占比突破四成，IQOS 与 ZYN 延续领先。2025 年菲莫国际总营收约 406.0 亿美元，同比增长 7.2%，新型烟草业务实现营收 168.5 亿美元，同比增长 15.0%，收入占比提升至约 41.5%。其中 HTU 出货量达 1551 亿支，同比增长 11.1%，IQOS 覆盖市场数提升至 79 个，总新型烟草消费者数约 4350 万人，替代率约 71%。口含烟方面，2025 年 PMI 口服产品总出货量达 12.4 亿罐，同比增长 21.4%，尼古丁袋出货量约 8.8 亿罐，同比增长 36.6%；ZYN 美国销量约 7.45 亿罐，同比增长 28.2%，巩固其在美国尼古丁袋市场的领先地位。

英美烟草：新型烟草业务继续增长，现代口含烟高增对冲雾化承压，HNB 新品是后续变量。2025 年英美烟草新型烟草业务收入达 36.7 亿英镑，同比增长 7.0%。分品类看，加热不燃烧/雾化电子烟/现代口含烟收入分别为 9.3/15.7/11.7 亿英镑，分别同比+1.0%/-8.6%/+48.1%。销量方面，2025 年公司新型烟草总销量达 327 亿单位，同比增长 9.8%，其中 HNB 销量 200 亿支，同比下降 4.3%，现代口含烟销量 122 亿袋，同比增长 47.0%。BAT 新型烟草业务中现代口含烟维持超预期增速，HNB 短期仍需观察 glo Hilo 在日本、波兰等核心市场的放量效果，雾化烟未来有望受益于美国 FDA 监管变化。

帝国烟草：NGP 连续增长，欧洲仍为新烟核心市场，美洲增速较快。2025 年帝国烟草烟草及 NGP 营业收入为 83.2 亿英镑，同比增长 1.9%，其中 NGP 新型烟草收入为 3.69 亿英镑，同比增长 12.2%，新型烟草收入占比提升至 4.4%。分地区看，2025 年欧洲/美洲/亚非及澳大利亚等地区 NGP 新烟收入分别为 2.80/0.70/0.18 亿英镑，分别同比+7.7%/+62.8%/-30.8%。帝国烟草新型烟草规模仍小于头部烟草巨头，但在西欧市场渠道推进下，NGP 业务延续扩张。

日本烟草:RRP 业务高速增长,Ploom 带动国内外销量提升。2025 年日本烟草总收入达 31844 亿日元，同比增长 14.6%，其中 RRP 业务收入达 1225 亿日元，同比增长 23.9%，保持高增长。销量方面，2025 年 RRP 总销量 140 亿支，同比增长 28.4%，其中国内销量约 114 亿支、海外销量 26 亿支，国内外均实现较快增长，Ploom 产品放量对公司新型烟草业务拉动明显。2025 年日本烟草在日本 RRP/HTS 市场份额分别达 16.4%/14.4%，较 2024 年末分别增长 2.5pt/1.8pt，Ploom 品牌竞争力持续增强。

投资建议与估值

海外市场来看，HNB 和口含烟仍是新型烟草增长较快的方向，PMI、BAT、JT 等龙头持续投入，带动相关产业链需求；国内方面，《加热卷烟》《尼古丁袋》国标已结束公示，后续若标准制定、试点安排、税收政策和渠道配套逐步落地，HNB 和口含烟产业链有望迎来阶段性催化。建议关注尼古丁供应、专卖设备等持证环节，以及香精香料、包装材料、HNB 烟具及加热组件等社会化供应链环节。

风险提示

国内外非法产品监管力度及效果不及预期；国内标准发布及试点落地节奏存在不确定性；汇率波动。

内容目录

1. 中烟新型烟草开放提速：HNB 与口含烟进入政策推进窗口 7
1.1 国标公示：国内 HNB 与口含烟进入试点化推进阶段 7
1.1.1 事件概括：加热卷烟国标公示，口含烟同步进入政策视野 7
1.1.2 推进节奏：22 个月不是硬约束，试点推进进度或远快于当年雾化电子烟 7
1.2 必要性：传统卷烟增长承压，新型烟草转型势在必行 8
1.2.1 维护国家利益：传统卷烟增长承压，新型烟草有助于稳定税利基础 8
1.2.2 兼顾人民利益：减害属性有助于缓和控烟压力与地方医疗财政压力 10
1.2.3 丰富产品矩阵：HNB 与口含烟同步推进，补足全价格带与全场景需求 11
1.3 可行性：海外监管有样本，中烟体系有储备，口含烟具备弯道超车机会 11
1.3.1 监管可行：海外 HNB 与口含烟监管框架逐步清晰，国内具备参考样本 11
1.3.2 产品可行：中烟已有 HNB 产品与技术储备，国内推广并非从零开始 11
1.3.3 口含烟可行：专利壁垒相对较低，国内产品创新和供应链导入空间更大 13
1.4 受益方向与幅度：牌照环节先行，社会化供应链弹性更大，远期空间取决于渗透率 13
1.4.1 受益方向：专卖体系环节确定性更强，社会化环节弹性更高 13
1.4.2 HNB 受益幅度：高价烟消费升级驱动，远期渗透率不宜简单对标日本 14
1.4.3 口含烟受益幅度：价格带更低、无烟场景更强，长期渗透弹性或高于 HNB 14
2. 全球市场概况：FY2025 规模 905 亿美元、HNB+口含烟双轮驱动 16
2.1 全球新型烟草市场稳步扩容，HNB 与口含尼古丁贡献主要增量 16
2.2 欧美主导增长，美国稳居第一大市场 16
2.2.1 雾化电子烟：西欧领跑增长，北美及亚太短期承压 17
2.2.2 加热烟草：亚太欧洲贡献核心规模，北美低基数快速放量 17
2.2.3 无烟烟草产品：美国市场占据主导，其他区域稳步渗透 18
2.2.4 无烟口服尼古丁产品：全球市场高速扩容，欧美市场贡献主要增量 18
2.3 重点国家市场：美国口含烟领跑，英国多品类增长 19
2.3.1 美国市场：口含尼古丁高增驱动扩容 19
（1）无烟烟草：存量规模大，但增长动能减弱 19
（2）雾化电子烟：短期规模承压，2026 年起预计恢复温和增长 20
（3）加热烟草产品：规模仍小，2025 年后恢复增长 21
（4）无烟口服尼古丁：高增速延续，贡献美国市场主要增量 21
2.3.2 英国市场：雾化电子烟为核心品类，口服尼古丁快速放量 21
（1）雾化电子烟：一次性产品退坡，可充电式和开放式产品承接增长 22
（2）加热烟草：市场规模稳步扩张，但体量仍明显小于雾化电子烟 23
（3）无烟口服尼古丁增速最快，正在成为雾化之外的重要增量 23

3. 菲莫国际：IQOS 稳健扩张、无烟收入占比突破四成 24
3.1 IQOS 增长动能延续，用户转化与市场覆盖持续提升 25
3.2 IQOS 覆盖市场数增至 79 个，重点国家市占率稳步提升 25
3.2.1 欧洲地区：HTU 出货稳健增长，IQOS 市占率延续提升 26
3.2.2 东亚及澳大利亚：区域表现分化，日本与台湾支撑 HTU 增长 26
3.2.3 南亚、东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区：新型烟草营收保持增长 27
3.2.4 美洲：ZYN 带动口含烟高增，新型烟草收入持续提升 27
3.3 ZYN 美国销量持续放量，FDA 授权夯实合规优势 28
4. 英美烟草：雾化收入承压，现代口含烟高增支撑新烟业务 29
4.1 新型烟草收入保持增长，现代口含烟成为主要驱动 29
4.2 雾化电子烟：收入承压，VUSE 美国市场份额表现稳健 30
4.3 加热不燃烧：销量与份额有所承压，固定汇率收入小幅增长 31
4.4 口含烟：持续并购扩张，市场份额稳步提升 32
5. 帝国烟草： NGP 规模延续增长、美国 Zone 贡献增量 33
6. 日本烟草：Ploom 驱动 RRP 高增，国内外放量带动份额提升 34
7. 投资建议 36
风险提示 36

图表目录

图表 1： 尼古丁袋国家标准计划 7
图表 2： 加热烟草国家标准计划 7
图表 3： 电子烟国标自 2017 年立项后于 2022 年正式落地 8
图表 4： 菲莫国际新型烟草研发支出 9
图表 5： 菲莫国际绝大部分研发支出投向新型烟草 9
图表 6： 英美烟草 Glo Hilo 全球推广节奏明确 9
图表 7： 日本市场加热烟草渗透率快速提升 10
图表 8： 日本全国烟草税收变动 10
图表 9： 中国主要城市控烟立法时间线 10
图表 10： 口含烟和 HNB 单位尼古丁测算 11
图表 11： 宽窄功夫加热烟具与烟支 12
图表 12： MOK 加热烟具 12
图表 13： DUBLISS 加热烟具 12
图表 14： IHEA 加热烟具 12
图表 15： HNB 与尼古丁袋核心专利布局对比 13
图表 16： HNB 产业链拆分（烟具） 14

图表 17： HNB 产业链拆分（烟弹） 14
图表 18： 口含烟产业链拆分 15
图表 19： 历年全球新型烟草产品市场规模（百万美元） 16
图表 20： 历年全球无烟烟草产品市场规模增速（百万美元） 16
图表 21： 历年雾化电子烟产品市场规模增速（百万美元） 16
图表 22： 历年全球加热烟草产品市场规模增速（百万美元） 16
图表 23： 2025 年新型烟草产品各地区市场规模（百万美元） 17
图表 24： 2025 年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重 17
图表 25： 2025 年雾化电子烟各地区市场规模（百万美元） 17
图表 26： 2025 年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重 17
图表 27： 2025 年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元） 18
图表 28： 2025 年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重 18
图表 29： 2025 年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元） 18
图表 30： 2025 年前十名国家无烟烟草产品占全球市场比重 18
图表 31： 2025 年尼古丁袋各地区市场规模（百万美元） 19
图表 32： 2025 年前十名国家尼古丁袋占全球市场比重 19
图表 33： 美国新型烟草产品历年市场总规模（百万美元）及增速 19
图表 34： 美国新型烟草产品历年市场规模拆分（百万美元）及增速 19
图表 35： 美国封闭式电子烟历年市场总规模（百万美元）及增速 20
图表 36： 美国封闭式电子烟历年市场规模拆分（百万美元）及增速 20
图表 37： 美国开放式电子烟市场规模（百万美元）及增速 20
图表 38： 美国近年来蒸汽式电子烟品牌市占率变化 20
图表 39： 2025 年美国雾化电子烟销售渠道（%） 21
图表 40： 美国雾化电子烟用户（万人）及增速 21
图表 41： 英国新型烟草产品规模（百万英镑）及增速 22
图表 42： 英国新型烟草产品规模拆分（百万英镑）及增速 22
图表 43： 英国封闭式电子烟规模（百万英镑）及增速 22
图表 44： 英国封闭式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速 22
图表 45： 英国开放式电子烟规模（百万英镑）及增速 23
图表 46： 英国开放式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速 23
图表 47： 2025 年英国市场雾化电子烟销售渠道（%） 23
图表 48： 英国雾化电子烟用户（万人）及增速 23
图表 49： 菲莫国际历年营收及增速 24
图表 50： 菲莫国际新型烟草产品历年营收及增速 24
图表 51： 菲莫国际各季度营收（亿美元）及增速 24

图表 52： 新型烟草产品各季度营收（亿美元）及增速 24
图表 53： 菲莫新型烟草收入占比逐年上升 25
图表 54： 菲莫国际加热烟草销售量（亿支）及增速 25
图表 55： 菲莫国际 IQOS 消费者来源及替代率（百万人，%） 25
图表 56： IQOS 覆盖国家数量 26
图表 57： HTU 主要国家市占率 26
图表 58： 欧洲地区新型烟草营收（百万美元）及增速 26
图表 59： 欧洲地区新型烟草销量（百万支）及增速 26
图表 60： 东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收及增速 27
图表 61： 东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量及增速 27
图表 62： 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收及增速 27
图表 63： 南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量及增速 27
图表 64： 美洲新型烟草各季度营收及增速 28
图表 65： 美洲新型烟草各季度销量及增速 28
图表 66： 菲莫国际口服产品出货量变动 28
图表 67： 菲莫国际尼古丁袋销量变动 28
图表 68： ZYN 品牌在美国销量变动 29
图表 69： 英美烟草历年新型烟草营收（百万英镑）及增速 29
图表 70： 英美烟草历年新型烟草营收结构 29
图表 71： 英美烟草历年加热不燃烧产品营收（百万英镑）及增速 30
图表 72： 英美烟草历年雾化电子烟营收（百万英镑）及增速 30
图表 73： 英美烟草历年新型烟草用户数量（万人） 30
图表 74： 英美烟草历年研发支出（百万英镑）及增速 30
图表 75： 英美烟草雾化电子烟半年度营收（百万英镑）及增速 31
图表 76： 英美烟草雾化电子烟半年度销量（百万个）及增速 31
图表 77： Vuse 营收及增速（亿英镑） 31
图表 78： Vuse 主要市场销售份额 31
图表 79： 英美烟草 HNB 半年度营收及增速（百万英镑） 32
图表 80： 英美烟草 HNB 半年度销量及增速（十亿支） 32
图表 81： 2025 年英美烟草产品 glo 在主要国家 HNB 市场份额 32
图表 82： 英美烟草现代口含烟业务营收变动 33
图表 83： 英美烟草现代口含烟业务销量变动 33
图表 84： 英美烟草口含烟业务分地区营收占比 33
图表 85： 英美烟草 velo 品牌在主要国家市占率变动 33
图表 86： 帝国烟草历年净收入及增速（百万英镑） 33

图表 87： 帝国烟草新型烟草历年净收入及增速（百万英镑） 33
图表 88： 帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况（百万英镑） 34
图表 89： 日本烟草总营收及增速（十亿日元） 34
图表 90： 日本烟草主营业务占比 34
图表 91： 新型烟草总收入及增速（十亿日元） 35
图表 92： 新型烟草单季度总收入及增速（十亿日元） 35
图表 93： 新型烟草国内外销量及增速（十亿支） 35
图表 94： 新型烟草国内外单季度销量及增速（十亿支） 35
图表 95： 日本烟草新型烟草在日本市场份额情况 35

1.中烟新型烟草开放提速：HNB 与口含烟进入政策推进窗口

1.1 国标公示：国内 HNB 与口含烟进入试点化推进阶段

1.1.1 事件概括：加热卷烟国标公示，口含烟同步进入政策视野

2026 年 4 月 7 日，全国标准信息公共服务平台对国家标准计划《加热卷烟》进行网上公示，公示期至 2026 年 5 月 7 日，当前已经顺利公示完毕。该标准计划由国家烟草局归口上报及执行，主管部门为国家烟草局，主要起草单位包括上海新型烟草制品研究院有限公司、中国烟草总公司郑州烟草研究院、上海烟草集团、云南中烟、湖南中烟、湖北中烟、江苏中烟、四川中烟及上海新烟检测等单位。该项目为制定中的强制性国家标准，项目周期为 22 个月。

《加热卷烟》标准适用于电加热卷烟，涉及加热卷烟烟支、电加热卷烟烟具及其组合产品。标准内容覆盖产品术语和定义、设计与原材料要求、技术要求、试验方法、标志和产品说明书等，核心在于对加热卷烟的产品边界、质量安全、检测方法和标识要求进行系统规范。

同日，国家标准计划《尼古丁袋》也进入公示程序。该项目同样由国家烟草局提出，属于制定中的强制性国家标准，公示期为 2026 年 4 月 7 日至 2026 年 5 月 7 日，项目周期为 18 个月，主要起草单位包括上海新型烟草制品研究院有限公司、中国烟草总公司郑州烟草研究院、云南中烟、上海烟草集团和上海新烟检测等单位。该标准涉及的产品清单为尼古丁袋产品。下文所称口含类产品，主要指尼古丁袋这一类新型无烟烟草产品。

本次公示意味着加热卷烟和尼古丁袋两类新型无烟烟草产品同步进入强制性国家标准制定程序。但需要明确的是，国标公示并不等同于法律法规修订完成，也不意味着产品已经获准全面上市销售。更准确的理解是，本次公示是国内 HNB 和尼古丁袋进入试点化推进前制度准备阶段的重要节点。

图表1：尼古丁袋国家标准计划



来源：全国标准信息公共服务平台；国金证券研究所

图表2：加热烟草国家标准计划



来源：全国标准信息公共服务平台；国金证券研究所

1.1.2 推进节奏：22 个月不是硬约束，试点推进进度或远快于当年雾化电子烟

本次事件可以分为几个阶段理解：2026 年 4 月 7 日至 5 月 7 日是国家标准计划公示期；2026 年内大概率仍以文本完善、产品准备、政策研究、税收安排和渠道配套为主；2026 下半年至 2027 年，尼古丁袋和 HNB 可能分别进入小范围测试或试点推进阶段。

市场对本次公示中“22 个月”的理解存在一定分歧。部分投资者认为加热卷烟落地仍需等待较长时间。但结合烟草标准的推进机制看，22 个月应理解为标准制定的管理周期，只是最长周期，并不等同于产品实际落地必须等待 22 个月。此外，烟草标准的推进方式与普通行业不同。普通行业的国家标准通常可以由个人、团体或企业提出立项申请；但烟草行业属于专卖体系，相关标准的提出、起草和前期论证，通常先在国家烟草专卖局和全国烟草标准化技术委员会体系内推进。因此，外部看到“立项公示”的消息时，相关工作往往已有较长时间的内部准备。从已有产业储备看，云南中烟等企业较早布局 HNB、尼古丁袋和电子烟方向，早年已引入海外设备并开展相关产品试制，部分缺乏生产线的中烟公司也曾寻求加工支持。这侧面说明，本次公示前，中烟体系内部至少已在产品试制、设备储备、技术路线和质量控制等层面进行了较长时间准备，意味着推进节奏很可能快于表观周期。

不过，标准推进快并不等于产品销售会立即全面放开。后续是否进入试点，以及试点何时启动，仍取决于税收、渠道、生产组织、监管安排和市场反馈。尤其是 HNB 涉及卷烟价格体系，实际推进节奏大概率会更加审慎。

电子烟监管历程可以作为参照。电子烟早在 2017 年首次立项，真正进入实质性监管流程是在 2021 年，并于 2022 年 5 月 1 日正式执行。前期周期较长，主要因为电子烟涉及大量社会化企业，产品迭代快，外部市场主体众多，监管需要反复征求意见。相比之下，HNB 和尼古丁袋更多在烟草专卖体系内推进，参与主体更集中，前期准备也更前置，因此后续推进可能更顺畅。但另一方面，HNB 与烟草专卖、税收和卷烟结构绑定更深，也会受到更多约束。

价格定位也决定了 HNB 和尼古丁袋的推进节奏及市场空间存在差异。HNB 更可能定位在普一类卷烟及以上价格带，主要承接高端卷烟消费升级，因此初期更适合在一线及强二线城市等高消费能力市场推进；尼古丁袋则具有单位价格相对更低、使用场景更灵活、无烟属性更强等特点，有望覆盖 HNB 难以下沉的低价格带市场，并补充办公、出行、社交等无烟场景需求。

图表3：电子烟国标自 2017 年立项后于 2022 年正式落地



来源：全国标准信息公共服务平台；国金证券研究所

本次国标公示的核心意义，在于 HNB 和尼古丁袋开始具备进入国内正式监管框架的制度基础。对烟草制品而言，强制性国家标准是后续产品准入、检测、生产和销售管理的重要前提。标准先行，意味着监管层开始明确产品定义、技术要求和质量安全边界，为后续试点提供制度条件。

从产业阶段看，HNB 和尼古丁袋此前更多停留在海外探索和内部研发。本次公示后，两类产品开始准备国内试点与标准化推进。其中，HNB 更偏向传统卷烟升级和既有非正式需求规范化；尼古丁袋则补充无烟使用场景，丰富中烟新型无烟烟草产品矩阵。后续落地取决于税收政策、渠道改造、生产组织、供应链承接和消费者反馈。尤其是 HNB 与卷烟体系和利税绑定更深，初期大概率仍以小范围试点为主，待验证后再逐步扩围。

整体来看，本次公示是两类产品进入正式监管框架的重要节点。短期关注标准完善和试点安排，中期关注税收、渠道和供应链配套，长期则指向中烟新型无烟烟草产品矩阵的推进。

1.2 必要性：传统卷烟增长承压，新型烟草转型势在必行

中国烟草长期坚持国家利益至上、人民利益至上。当前传统卷烟增长放缓、库存压力较高，叠加居民健康意识提升和年轻消费群体偏好变化，仅依靠传统卷烟维持行业增长和税利稳定的难度上升。从全球经验看，国际烟草巨头已普遍将 HNB、雾化电子烟和口含类产品作为长期转型方向；对中国而言，推动 HNB 和口含烟进入规范化试点，是在传统卷烟增长承压后寻找新增量的重要方向。

1.2.1 维护国家利益：传统卷烟增长承压，新型烟草有助于稳定税利基础

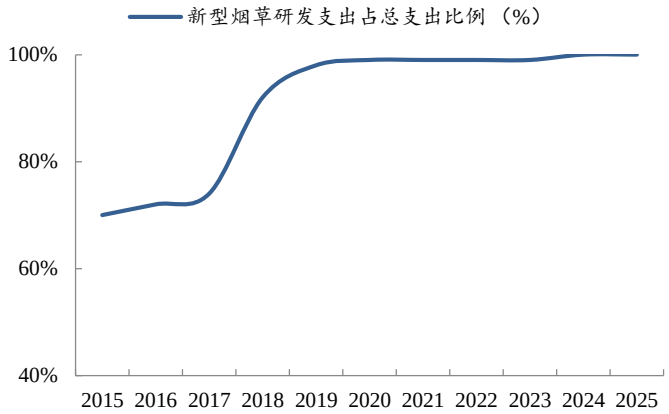
从国家利益角度看，烟草行业长期承担重要税利贡献，维持税利平稳是中烟体系的重要前提。近年来，全球传统卷烟需求已进入收缩通道；国内卷烟产量虽未明显下滑，但增速已降至低位，2025 年全国卷烟产量为 24,703.9 亿支，同比仅增长 0.2%，接近零增长。在此背景下，菲莫国际、英美烟草、日本烟草等国际烟草巨头均加速向新型烟草转型，其中 HNB 凭借与传统卷烟消费习惯接近、转化路径清晰等特点，已成为核心品类之一。

图表4：菲莫国际新型烟草研发支出



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

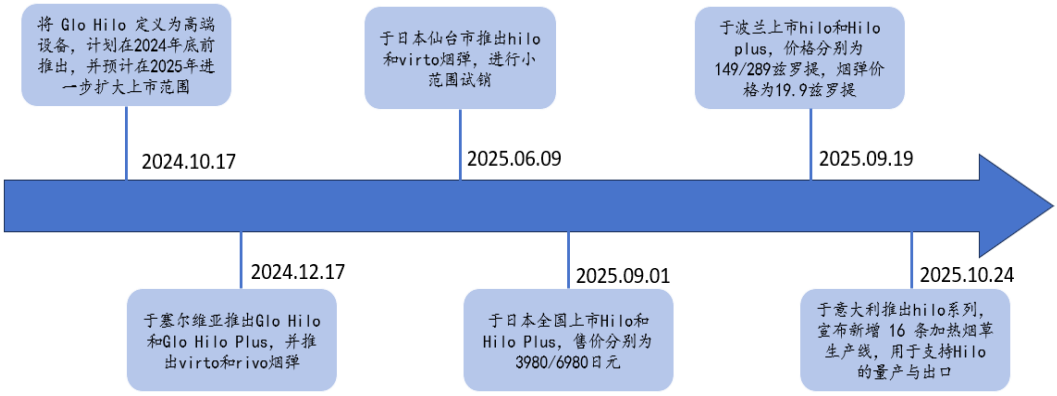
图表5：菲莫国际绝大部分研发支出投向新型烟草



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

以菲莫国际为例，IQOS 为代表的无烟产品已成为公司增长的重要引擎，2025 年无烟产品收入占比已超过四成，且用户中较高比例来自传统卷烟消费者转化。英美烟草也持续提高新型烟草战略地位，并推进 glo 等加热烟草产品布局。海外头部烟草公司的共同选择说明，在传统卷烟增长放缓后，新型烟草已成为维持长期增长和利润稳定的重要抓手。

图表6：英美烟草 Glo Hilo 全球推广节奏明确



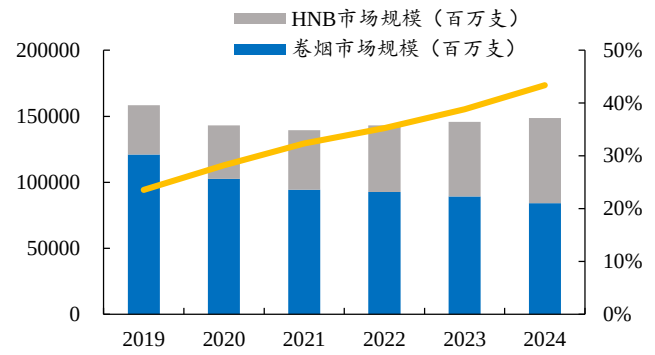
来源：两个至上，国金证券研究所

日本经验表明，HNB 渗透率提升并不必然冲击烟草税基。根据日本烟草协会数据，2025 年 4-12 月日本纸卷烟销量为 603 亿支，同比下降约 5.8%；同期加热式烟草销量为 536 亿支，同比增长约 8.3%，销量已达到纸卷烟的 88.9%。

拉长周期看，日本在 2018 年税制改革中，对加热式烟草新设课税区分，综合税率向传统卷烟靠近。根据日本财务省数据，截至 2026 年 3 月末，日本国税口径下烟草税收入为 8780.22 亿日元，同比小幅增长 0.8%；2024 年日本全国烟草税收为 4893 亿日元，较 2019 年的 4671 亿日元增长 4.76%。由此可见，在合理税制安排下，卷烟市场规模虽持续萎缩，其对应税基有所承压，但渗透率快速提升的加热烟草能够承接部分传统卷烟消费需求，并对烟草税收形成补充，推动整体税收实现微增。对中国而言，若未来 HNB 按照较高价位产品进行价格和税收体系设计，有望成为稳定烟草税利的重要补充。

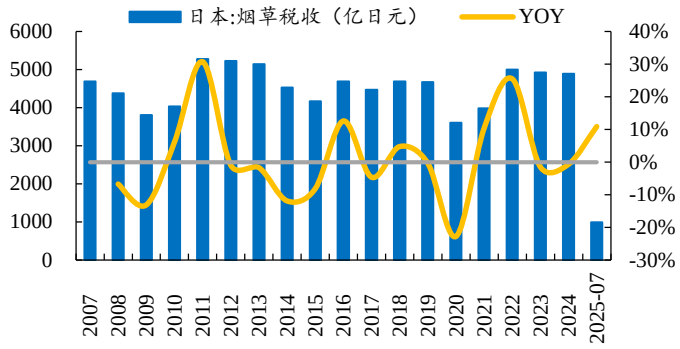
国内传统卷烟市场同样进入低速增长阶段。2025 年全国卷烟产量同比仅增长 0.2%，接近零增长；截至 2026 年 3 月末，烟草制品业规模以上工业企业存货为 4,411.7 亿元，较上年同期增长 1.5%，仍维持在 4,000 亿元以上。叠加 2024 年我国 15 岁及以上人群现在吸烟率降至 23.2%，较 2022 年下降 0.9 个百分点，传统卷烟支撑增长的难度加大。因此，中烟体系亟需通过 HNB 和口含烟等新型烟草产品，为税利稳定寻找新的增长支撑。

图表7：日本市场加热烟草渗透率快速提升



来源：欧睿 Passport；iFinD；国金证券研究所

图表8：日本全国烟草税收变动



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

1.2.2 兼顾人民利益：减害属性有助于缓和控烟压力与地方医疗财政压力

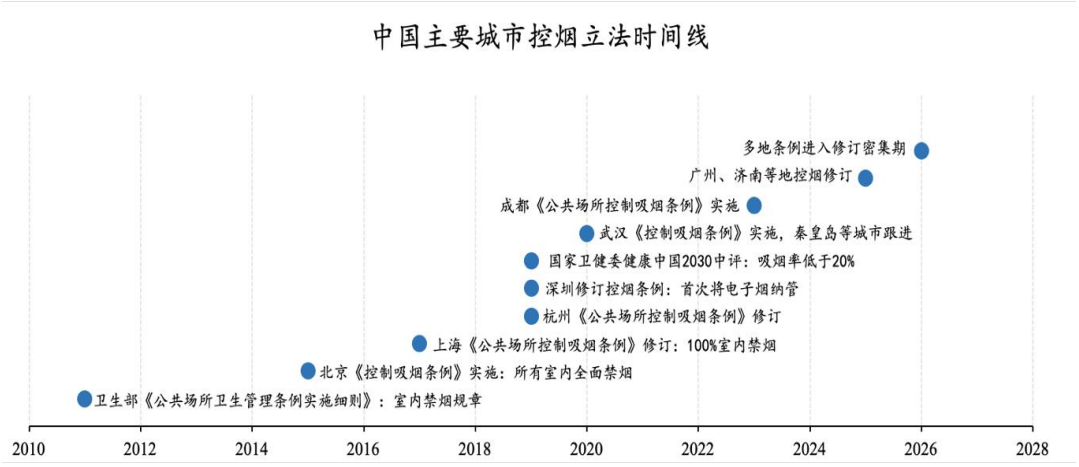
传统卷烟带来的健康外部性仍然较大。《中国吸烟危害健康报告 2020》显示，我国吸烟人数超过 3 亿，每年 100 多万人因烟草失去生命；中国疾控中心 2025 年发布的《2024 年中国成人烟草调查》显示，2024 年我国 15 岁及以上人群现在吸烟率为 23.2%，非现在吸烟者二手烟暴露率仍达 46.5%，其中几乎每天暴露于二手烟的比例为 18.7%。

医疗支出端同样存在压力。国家卫健委 2025 年发布的《2024 年我国卫生健康事业发展统计公报》显示，2024 年我国卫生总费用初步核算为 90,895.5 亿元，其中政府卫生支出 22,608.0 亿元，占 24.9%；卫生总费用占 GDP 比重为 6.7%。烟草相关疾病不能简单等同于全部卫生支出，但在慢病负担和公共卫生支出持续较高的背景下，控烟已经成为地方政府公共卫生治理的重要方向。

更深层的原因在于，烟草税利更多体现为中央税基，而吸烟相关疾病带来的医保、公立医院补助和公共卫生支出，更多由地方政府和地方医保体系承担。对地方而言，卷烟消费带来的财政分享有限，但医疗和治理成本更加直接，因此降低本地吸烟率具备明确动机：短期有助于缓解医保基金收支压力，中期能够降低公立医院补助压力，长期则符合“健康中国 2030”对吸烟率小于 20%的政策约束。减少传统卷烟带来的健康外部性，具有现实意义。

这一逻辑也体现在近年政策节奏上。2015 年前后，北京、上海、深圳等一线城市率先推进严格控烟；2018 年后，随着医保压力显性化，控烟立法继续向新一线和强二线城市扩散。2024 年以来，广州、厦门、济南、青岛、武汉、成都、南京、天津、重庆等地陆续出台、修订或征求意见，控烟范围从室内公共场所进一步扩展至电子烟、室外排队区、共享办公空间等场景。传统卷烟的消费场景被持续压缩，也进一步增加了卷烟消费增长压力。

图表9：中国主要城市控烟立法时间线



来源：中国控烟协会；各地方政府公报；国金证券研究所

HNB 和口含烟并非无风险产品，但相较传统燃烧型卷烟，其外部性更低。美国 FDA 曾授权 IQOS 使用“降低暴露”类表述，并于 2025 年授权 20 款 ZYN 尼古丁袋上市，并指出其有

害成分含量显著低于卷烟，因此与卷烟相比，其导致癌症和其他严重健康问题的风险较低。对中国而言，推动 HNB 和口含烟规范化试点，有助于减少燃烧型卷烟外部性，在兼顾人民健康诉求的同时，为地方政府提供转向低外部性产品迁移的政策空间。

1.2.3 丰富产品矩阵：HNB 与口含烟同步推进，补足全价格带与全场景需求

HNB 和口含烟是价格带、使用场景和尼古丁规格的互补。以日本 IQOS TEREA 为例，2026 年 4 月后价格为 620 日元/20 支，换算成人民币其价格约为 27.09 元/20 支，单支尼古丁含量约 4.3-6mg，对应单位尼古丁价格约 0.22-0.32 元/mg，且加热烟草产品需额外配套烟具，产品属性更接近高价卷烟升级。

相比之下，口含烟不需要配套烟具，剂量和价格设置更灵活。英国市场 VELO slim 罐价格约 3.25 英镑/20 袋，换算成人民币约 30.25 元/罐，20 袋装，单袋尼古丁含量覆盖 4-17mg，对应单位尼古丁价格约 0.09-0.38 元/mg。此外，VELO 多数产品尼古丁含量高于 10mg/袋，4-8mg/袋的低含量产品占比较少，因此实际常见产品的单位尼古丁价格更接近区间低位。这意味着口含烟在单罐售价与 HNB 烟弹相近的情况下，可以通过更高尼古丁含量显著摊薄单位尼古丁价格，形成更低的消费成本下限。对于国内市场而言，口含烟不仅补充了无烟、无明火场景，也更容易覆盖价格敏感型消费群体，与 HNB 同步推进，有助于提升新型烟草整体渗透效率。

图表 10：口含烟和 HNB 单位尼古丁测算

品类	代表产品	市场	价格（人民币）	尼古丁含量（mg）	可测算指标
HNB	IQOS TEREA	日本	约27.09元/20支	约4.3-6mg尼古丁/支	约0.22-0.32元/mg
口含烟	VELO	英国	约30.25元/slim罐	20袋装，4-17mg/袋	约0.09-0.38元/mg

来源：PMI Japan；PMI Science；Haypp UK；国金证券研究所

1.3 可行性：海外监管有样本，中烟体系有储备，口含烟具备弯道超车机会

1.3.1 监管可行：海外 HNB 与口含烟监管框架逐步清晰，国内具备参考样本

过去十年，全球新型烟草监管从空白走向规范化。WHO 2025 年《全球烟草流行报告》显示，截至 2024 年，已有 133 个国家对 ENDS 实施监管或销售禁令。虽然不同品类监管路径存在差异，但可见全球新型尼古丁产品监管框架正在持续完善，为国内 HNB 和口含烟后续规范化提供了参考样本。

美国采取“先纳管、再准入、后迭代”的路径。2016 年 Deeming Rule 将此前未纳入 FDA 监管、但符合法定烟草制品定义的产品纳入 FDA 监管，新型烟草产品上市需通过 PMTA 等路径取得营销许可。2019 年，FDA 向 IQOS 颁发 PMTA 营销许可；2020 年，IQOS 获得“降低暴露”型 MRTP 授权。这意味着在美国市场，HNB 产品若能提交完整的毒理、暴露、临床及行为研究数据，有机会获得官方营销许可及特定健康相关信息披露资格。

日本的监管路径相对宽松，也更有利于行业发展。HNB 产品生产和进口需要依据《烟草事业法》向财务大臣申请，但日本并未对 HNB 采取一刀切限制。2018 年修法后，日本将 HNB 纳入室内禁烟框架，同时设置“加热式烟草专用室”，既满足控烟要求，也为 HNB 保留了合规使用场景。日本目前也未对 HNB 实行严格口味限制，品牌仍有一定产品创新空间。

欧洲监管则更强调备案和风味边界。2023 年 10 月起，欧盟全面禁止 HNB 特殊风味烟弹销售，品牌主要保留原味烟草款式。同时，新品上市前需提前向 EU-CEG 系统提交配方、排放数据和毒理信息。虽然欧洲监管更严格，但其规则已经相对清晰。

综合来看，在主要及未来潜在消费国相继明确产品上市流程、风味边界、销售渠道及使用场所等核心条款之后，HNB 行业的合规路线图已基本确定。长期逻辑看，减害诉求、技术进步等将继续驱动渗透率抬升，行业景气度仍有望保持在“高增长+高集中”的发展路径。目前中国国内尚无对 HNB 产品形成完善的监管框架，但参照海外国家对 HNB 监管风向的变化可以看到，目前海外主要消费市场对 HNB 的产品定位和监管框架已可充分说明 HNB 的减害属性，或可对国内 HNB 监管提供一定的参考价值。

1.3.2 产品可行：中烟已有 HNB 产品与技术储备，国内推广并非从零开始

中烟体系在 HNB 领域已有多年储备。2014 年国家烟草专卖局已启动“新型卷烟研制重大专项”，重点推进加热烟草的新型卷烟研发。此后，上海新型烟草制品研究院成为行业新型烟草研发和标准化的重要平台，承担加热卷烟、电子烟、口含烟等产品的关键性技术研究。与此同时，云南、湖南、广东、湖北、安徽等中烟公司也陆续推进研发平台、专利和

境外产品试水。

产品层面，中烟 HNB 并非空白起步。四川中烟较早推出“宽窄功夫”系列，并于 2017 年前后实现韩国市场落地，是中烟体系较早实现海外销售的 HNB 品牌之一。此后，云南中烟推出 Webacco、MC、VECs、Twobacco 等产品，广东中烟 MU+、ING 在老挝上市，湖北中烟 MOK/COO 从韩国逐步拓展至菲律宾、马尔代夫、捷克等市场，安徽中烟则围绕 DUBLISS、TOOP、IHEA 形成颗粒型烟草与非接触式加热路线。上述产品虽然尚未在国内全面商业化销售，但已经为后续国内试点积累了经验。

图表11：宽窄功夫加热烟具与烟支



来源：宽窄功夫官网；国金证券研究所

图表12：MOK 加热烟具



来源：MOK 官网；国金证券研究所

技术层面，中烟体系已在加热方式、烟支结构、降温材料、香气释放和颗粒型烟草等方向形成布局。四川中烟“宽窄功夫”采用加热器与专用烟支配套模式；云南中烟探索陶瓷加热、环形加热和可燃可烤烟具方案；广东中烟围绕无序状配方烟丝、调香技术和加工工艺技术推进产品化；湖北中烟 MOK 采用针式加热和精确温控系统；安徽中烟则通过颗粒型烟草、红外加热和非接触式均热，尝试绕开传统片状 HNB 烟支的部分专利约束。虽然菲莫国际等海外龙头在全球 HNB 技术、品牌和专利体系上仍具先发优势，但中烟在国内专卖体系更具本土优势。

图表13：DUBLISS 加热烟具



来源：中国烟草；国金证券研究所

图表14：IHEA 加热烟具



来源：Tobacco Asia，国金证券研究所

供应链方面，国内 HNB 发展也具备一定基础。烟支、烟草薄片、颗粒型烟草等核心烟草环节大概率仍由中烟体系主导；烟具代工、加热组件、温控芯片、香精香料、包装材料和部分辅料则可以通过外部供应商参与。相较传统卷烟，HNB 对香气释放稳定性、烟草材料一致性、加热温控精度和器具交互体验要求更高，也将推动国内相关供应链从传统卷烟配套向新型烟草材料和电子化器具配套升级。

整体来看，国内 HNB 开放并不是从零开始。过去几年中烟体系已经通过海外市场完成了多轮产品试水，并在烟具、烟支和加热路线上形成一定储备。随着国内加热卷烟标准进入制定阶段，前期海外产品和技术积累有望成为后续国内试点的重要基础。

1.3.3 口含烟可行：专利壁垒相对较低，国内产品创新和供应链导入空间更大

相较 HNB，口含烟尤其尼古丁袋的技术路径更轻，专利壁垒和产业进入难度相对较低。HNB 是烟支、加热设备和温控技术等多方面结合形成的完整系统。从代表性专利看，思摩尔国际的专利覆盖电加热烟草系统和适用于气溶胶生成装置的烟草制品；英美烟草的专利涉及烟草材料加热装置；日本烟草的专利则进一步覆盖 HNB 烟草制品及电加热烟草制品。经过多年迭代，HNB 主流技术路线已被 PMI、BAT、JT 等国际烟草巨头较早占据，国内企业即便具备部分设备或材料能力，也较难在成熟路径上绕开头部企业的产品和专利壁垒。因此，国内 HNB 更适合在中烟体系主导下推进产品试点和供应链配套，而不太容易快速复制出独立的强势出海品牌。

尼古丁袋则不同。现代尼古丁袋虽然承接了瑞典口含烟和无烟烟草的消费传统，但作为无烟、无燃烧、无烟草叶的新型口含尼古丁产品，其全球化放量时间明显晚于 HNB。ZYN 在美国的规模化扩张始于 2016 年前后，PMI 于 2022 年收购 SwedishMatch 后，才进一步将 ZYN 与 IQOS 共同纳入全球无烟产品矩阵。换言之，相比 HNB 已经形成较成熟的硬件、耗材和专利生态，尼古丁袋仍处于产品形态、配方体系和用户体验快速迭代阶段，产业格局尚未完全固化。

从专利方向看，尼古丁袋的核心竞争并不依赖封闭式硬件系统，而更多集中在配方和工艺上，例如尼古丁基质、pH 调节、风味表现和产品稳定性等方面。FertinPharma 的专利主要涉及尼古丁袋基质，SwedishMatch 的专利分别围绕调味湿润型口含尼古丁袋和 pH 调节展开，体现出海外龙头的布局。相较 HNB 的系统级壁垒，尼古丁袋的技术链条更短、模块化程度更高，也更容易与国内现有香精香料、胶囊爆珠、植物纤维、无纺布、包装材料和口腔递送技术结合。

图表15：HNB 与尼古丁袋核心专利布局对比

品类	代表性专利/公开编号	主要申请人	技术方向
HNB	US8851081B2	PhilipMorris	电加热烟草系统
HNB	US20140305448A1	PhilipMorrisProducts	适用于气溶胶生成装置的烟草制品
HNB	EP3367830B1	BAT/Nicoventures	适用于烟草材料加热装置的制品
HNB	EP4268630A1	JapanTobacco	HNB烟草制品及电加热烟草制品
尼古丁袋	WO2018233795A1	FertinPharma	尼古丁袋基质
尼古丁袋	WO2019115778A1	SwedishMatch	含单甘酯的调味湿润型口含尼古丁袋
尼古丁袋	WO2020157280A1	SwedishMatch	含pH调节剂的口含尼古丁产品
尼古丁袋	CN121774237A	深圳华宝协同创新技术研究院	具备胶囊延时释放功能的口含产品

来源：GooglePatents、国金证券研究所

国内企业的技术尝试也体现了这一方向。以深圳华宝国际的 CN121774237A 为例，该专利通过在口含产品中加入胶囊，并控制胶囊皮膜与填充物的水活度比例及皮膜厚度，实现入口后 5 至 15 分钟的延时释放，从而延长使用后段的风味表现并提升储存稳定性。这意味着国内企业不一定要正面复制海外头部品牌的产品，而可以在口味、爆珠、缓释和风味持续性等方面进行差异化创新。

因此，口含烟的可行性不仅在于国内具备生产和配套能力，更在于其专利封锁程度相对 HNB 更低，产品定义仍有演化空间。随着国内标准和监管体系逐步明确，中国企业有望依托香精香料、包装材料和柔性制造能力，在尼古丁袋这一无烟品类中实现差异化突破。

1.4 受益方向与幅度：牌照环节先行，社会化供应链弹性更大，远期空间取决于渗透率

1.4.1 受益方向：专卖体系环节确定性更强，社会化环节弹性更高

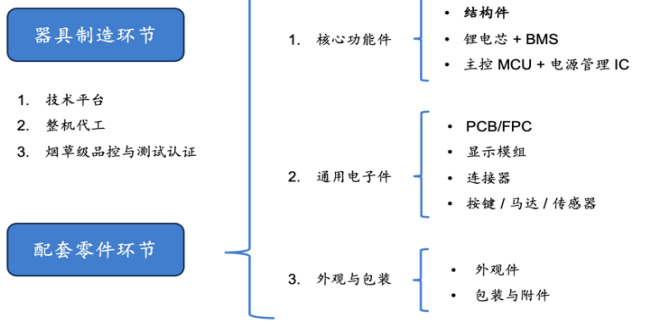
从产业链拆分看，HNB 与口含烟放开后，潜在受益环节可大致分为专卖体系环节和社会化供应链环节。前者具备较强牌照属性，参与门槛更高，确定性主要来自中烟体系内的准入与配套需求；后者市场化程度更高，单品价值量和需求弹性更突出，若未来产品放量，相关民营供应商可能具备更高业绩弹性。

专卖体系内，首先受益的是具备烟草相关许可的尼古丁供应企业。尼古丁是口含烟的核心成分之一，但并非普通化工企业均可参与供应，未来预计仍需纳入烟草专卖监管框架。其次是卷烟物资企业，尤其是卷烟纸、醋纤等传统“三纸一棒”体系中的核心品类。HNB 虽仍属于烟草制品，但其烟弹结构、加热方式和抽吸体验均不同于传统卷烟，对纸张、滤棒、醋纤等材料的技术要求也会发生变化，持证卷烟物资企业有望在产品升级中获得新增需求。

第三是专卖设备环节。无论是 HNB 烟弹生产，还是口含烟袋的灌装、封装、检测、打标和物流配套，均需要设备先行。考虑到此前国内 HNB 设备更多用于小样和中试，口含烟进口设备又存在交付周期较长的问题，国产设备、物流输送、智能化改造及配套系统存在较大补充空间。

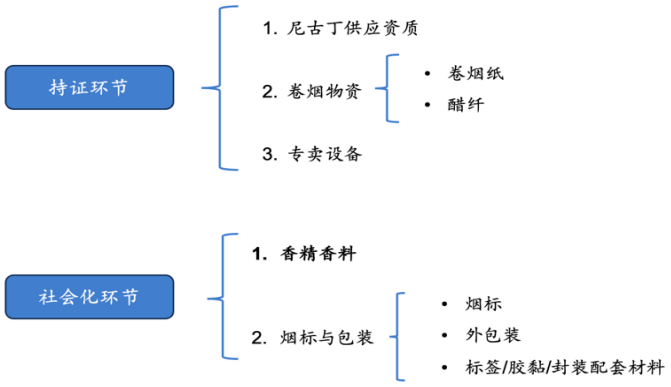
社会化供应链中，香精香料是最直接的受益方向。与传统卷烟相比，HNB 和口含烟对风味表达的依赖更强，香精使用量明显提升。传统卷烟香精添加量通常较低，而 HNB 若不考虑还原剂，仅香精用量就可能达到传统卷烟的数倍至十倍水平；口含烟的香精添加比例也从早期约 2%-4%逐步提升至 10%-14%。因此，香精香料既是 HNB 改善抽吸口感的重要材料，也是口含烟实现口味创新、功能化表达和用户留存的核心环节。

图表16：HNB 产业链拆分（烟具）



来源：全国标准信息公共服务平台；Google Patents；全国人大法规库；国金证券研究所

图表17：HNB 产业链拆分（烟弹）



来源：全国人大法规库；湖南省人民政府门户网站；国金证券研究所

其次是包装、烟标、标签、贴纸和胶黏材料。HNB 仍然保留较强烟草消费品属性，对烟标和外包装企业会形成新增产品线；口含烟则更偏向小罐装、袋装和贴标体系，对标签、贴纸、胶黏材料、封装材料等需求更明显。再次是口含烟新增原辅料，包括微晶纤维素、无纺布等核心材料，以及甘露醇、碳酸钙等辅料。相比传统卷烟，这些材料在口含烟中的重要性更高，属于新型烟草品类扩张带来的新增供应链方向。

整体来看，专卖体系环节的确定性更强，尤其是尼古丁供应、卷烟物资和专卖设备；社会化环节的弹性更大，其中香精香料最核心，其次是口含烟核心辅料，再往后是包装、贴标、胶黏和封装材料。若未来国内试点逐步推进，设备与原材料可能率先受益；若终端消费形成规模，香精香料、包装和辅料的持续放量弹性会更突出。

1.4.2 HNB 受益幅度：高价烟消费升级驱动，远期渗透率不宜简单对标日本

HNB 产业链的受益幅度，本质上取决于国内 HNB 的终端渗透率和放量节奏。当前国内 HNB 仍处在准备阶段，政策推进时间点和试点范围尚未完全明朗，因此现阶段对 2030 年前后渗透率作出精确判断仍为时尚早。更合理的方式，是参考海外经验并结合中国国情进行区间化、方向性判断。

从海外市场看，日本是 HNB 渗透率最高的代表市场，主要原因在于日本居民收入水平较高、传统卷烟价格体系较成熟、消费者对减害型烟草产品接受度较高，同时 HNB 较早完成产品教育和渠道铺设。但中国市场与日本存在明显差异。HNB 本质上仍是消费升级型烟草产品，烟弹和烟具合计使用成本通常高于普通传统卷烟，更适合一二线城市、高收入人群以及原本消费中高端卷烟的用户。中国市场区域差异较大，低线城市和中低收入消费群体对价格更敏感，决定了 HNB 长期渗透率不宜简单对标日本。

因此，国内 HNB 未来更可能先从高线城市和已有非正式 HNB 需求的用户群体切入，承担传统卷烟升级、存量需求规范化的功能。中长期看，HNB 在中国具备形成可观规模的可能，但渗透率上限预计会受到约束，远期渗透率达到 20%-30%左右具备一定想象空间；考虑到中国市场的收入分层和区域差异，达到日本接近甚至超过 50%的水平难度较大。

1.4.3 口含烟受益幅度：价格带更低、无烟场景更强，长期渗透弹性或高于 HNB

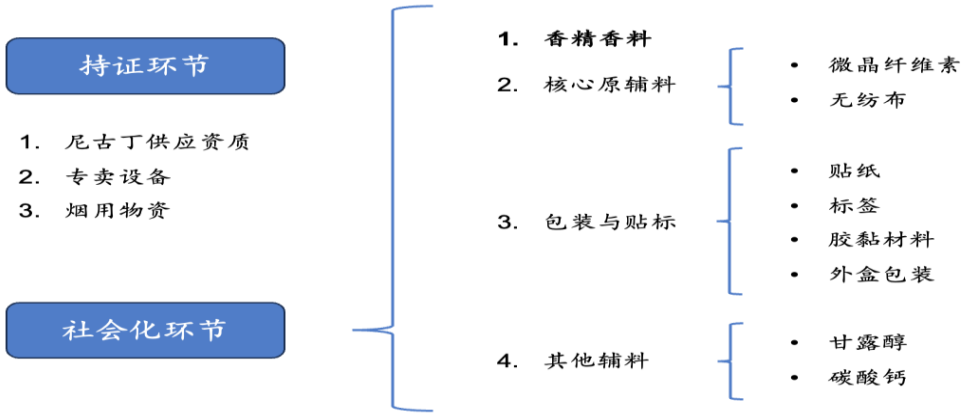
相较 HNB，口含烟的长期渗透弹性可能更乐观。核心原因在于，口含烟在价格带、使用场景和消费人群上与 HNB 形成互补。HNB 更接近传统卷烟升级；口含烟则属于无烟、无明火、便携型尼古丁产品，价格带低于 HNB，更容易覆盖中产及以下消费群体，也更适合低线城

市和价格敏感人群。

口含烟的最大优势在于使用场景更广。传统卷烟和 HNB 仍然存在烟雾、气味和公共场所使用限制问题，而口含烟不产生烟雾，也不涉及二手烟暴露，对办公、通勤、室内、社交和公共场所等场景适配度更高。从监管和公共利益角度看，口含烟作为无烟产品，理论上更容易与控烟、减少二手烟暴露和公共场所管理目标相协调。尤其在低线城市和公共空间管理压力较大的地区，口含烟可能比 HNB 更容易获得试点和消费者教育空间。

从产品属性看，口含烟仍处于较早期的品类发展阶段，产品形态、口味、剂量、材料和功能化表达都存在较大创新空间。与 HNB 相比，口含烟不需要复杂加热设备，消费者进入门槛较低，供应链也更容易围绕香精香料、微晶纤维素、无纺布、包装、贴标和胶黏材料展开国产化导入。若中烟体系未来推动口含烟试点，其产业链受益可能更加分散，但社会化供应链弹性也更大。

图表 18：口含烟产业链拆分



来源：全国标准信息公共服务平台；FDA；PMI Science；国金证券研究所

因此，HNB 解决的是传统卷烟用户升级和部分存量烟民转化问题，口含烟则补足了无烟场景、低价位和便携使用需求。两类产品共同推进，有助于提升国内新型烟草整体渗透率。

2.全球市场概况：FY2025 规模 905 亿美元、HNB+口含烟双轮驱动

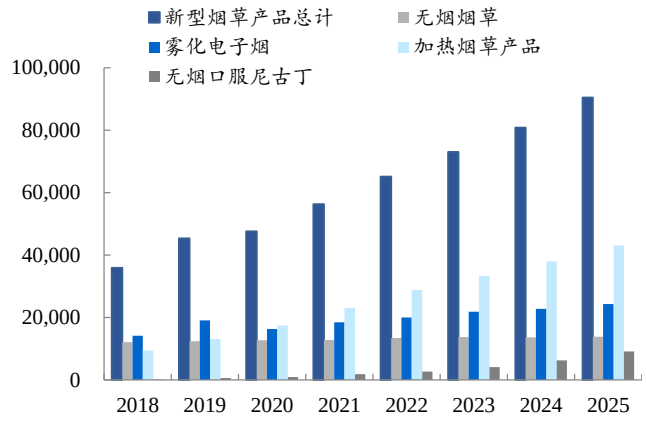
2.1 全球新型烟草市场稳步扩容，HNB 与口含尼古丁贡献主要增量

根据欧睿统计，2025 年全球新型烟草产品市场规模达 905.1 亿美元，同比增长 12.0%，其中无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模分别为 138.4/243.6/431.1/91.9 亿美元，分别同比+0.9%/+7.0%/+13.4%/+45.7%。

根据欧睿预测，2026 年无烟烟草/雾化电子烟/加热烟草/无烟口服尼古丁产品全球市场规模预计分别同比+0.9%/+7.5%/+12.7%/+28.9%至 139.6/261.8/485.8/118.5 亿美元。

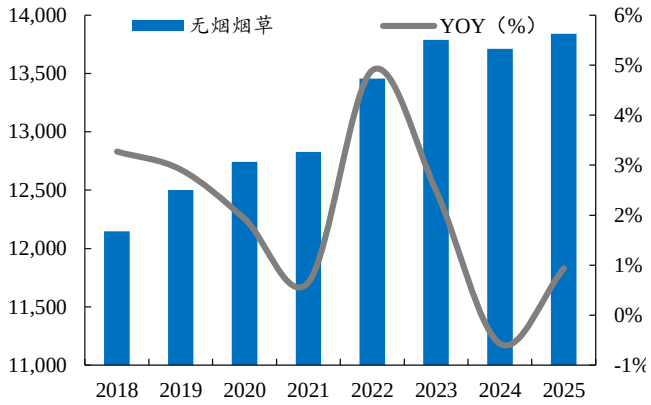
分品类增速来看，加热烟草仍是当前最大规模品类，2025 年继续保持双位数增长；无烟口服尼古丁产品在低基数和渠道扩张带动下增速最快，成为新型烟草市场的重要增量来源；雾化电子烟虽受美国非法产品冲击、欧洲一次性烟监管趋严等因素影响，增速相对放缓，但整体规模仍维持较高水平。展望 2026 年，合规市场份额扩容有望成为最大边际改善主线。

图表19：历年全球新型烟草产品市场规模（百万美元）



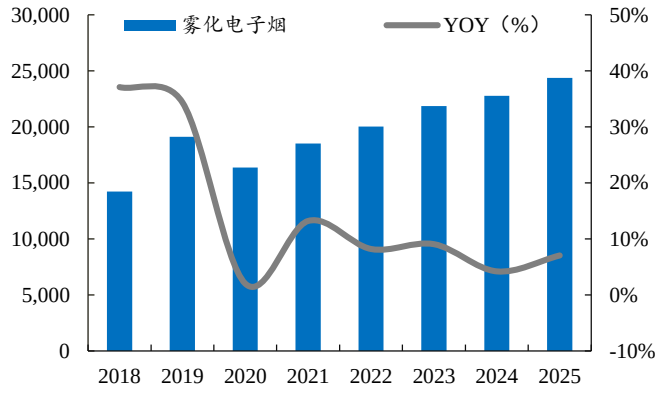
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表20：历年全球无烟烟草产品市场规模增速（百万美元）



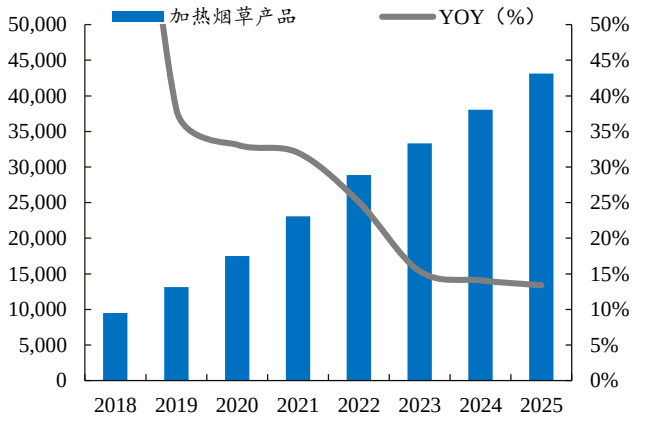
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表21：历年雾化电子烟产品市场规模增速（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

图表22：历年全球加热烟草产品市场规模增速（百万美元）



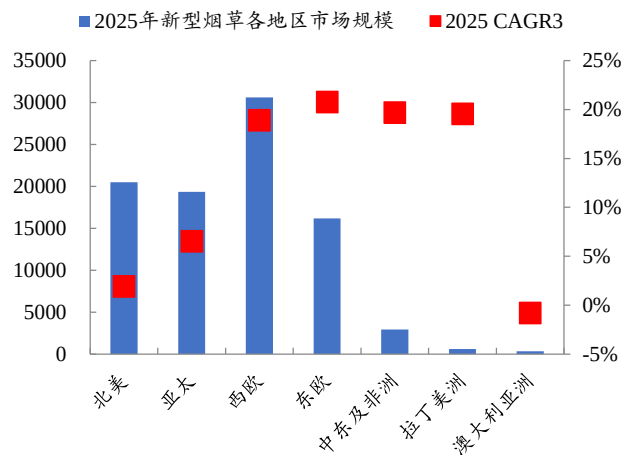
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理

2.2 欧美主导增长，美国稳居第一大市场

根据欧睿统计，2025 年北美、亚太、西欧三大地区新型烟草产品市场规模分别同比+9.2%/+7.7%/+15.4%至 204.8/193.5/306.2 亿美元，总计规模占比已达到全球的 77.8%。近三年来欧洲地区市场规模快速增长，东欧和西欧 CAGR3 分别为 18.9%/20.8%。此外，中东及非洲地区和拉丁美洲也处于快速增长期，CAGR3 分别为 19.7%/19.6%。具体国家来看，占全球市场比重超过 5%的国家为美国、日本、意大利、德国、俄罗斯、英国和波兰，占比分别为 29.5%/21.0%/10.7%/8.8%/6.9%/5.9%/5.3%，美国仍是新型烟草产品需求最大的市

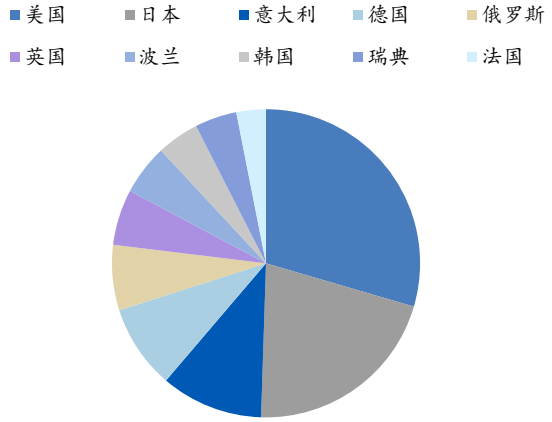
场。

图表23：2025 年新型烟草产品各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表24：2025 年前十名国家新型烟草产品占全球市场比重



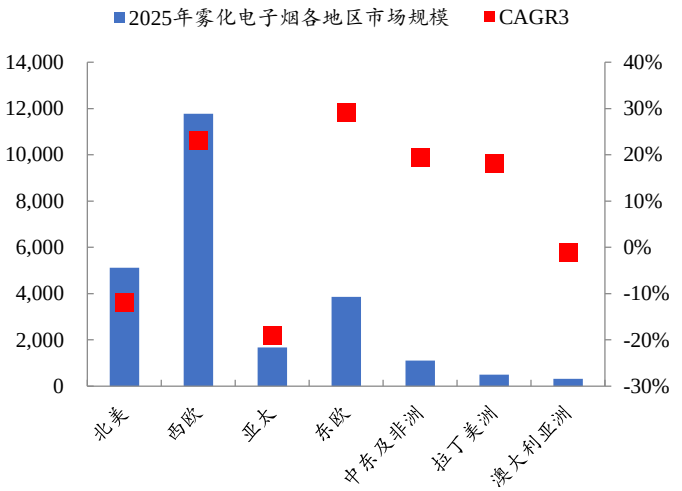
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

2.2.1 雾化电子烟：西欧领跑增长，北美及亚太短期承压

分区域来看：2025 年北美/西欧/亚太/东欧/中东及非洲/拉丁美洲地区雾化电子烟市场规模分别同比-1.2%/10.5%/-11.8%/+20.1%/+10.9%/+13.0%至 51.2/117.8/16.7/38.6/11.0/5.0 亿美元。全球雾化电子烟市场呈现明显区域分化，西欧仍是最大市场且保持双位数增长，东欧、中东及非洲、拉美等新兴区域增速更快。相比之下，北美小幅下滑、亚太降幅较大，反映部分成熟市场在非法产品冲击、监管趋严及消费结构调整下短期承压。

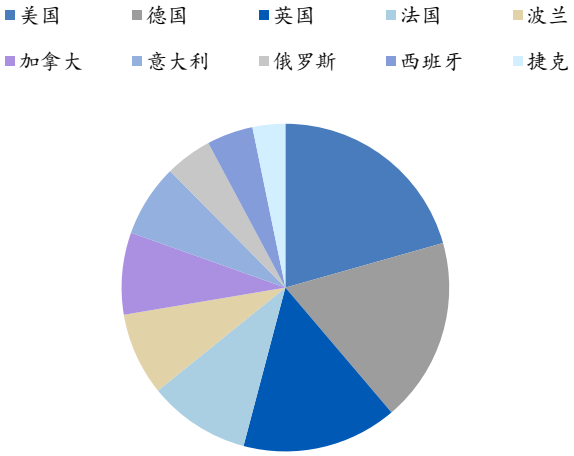
美国雾化电子烟核心变化在于合规化进程出现边际提速：FDA 局长因调味电子烟审批节奏出现更替，同时 FDA 首次授权非烟草、非薄荷醇 ENDS 产品上市，意味着在监管配套逐步明确的背景下，雾化电子烟合法化路径有望加速推进。

图表25：2025 年雾化电子烟各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表26：2025 年前十名国家雾化电子烟占全球市场比重



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

2.2.2 加热烟草：亚太欧洲贡献核心规模，北美低基数快速放量

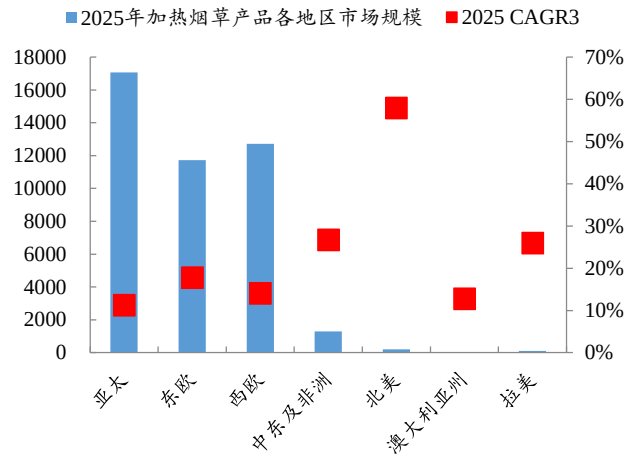
根据欧睿统计，2025 年亚太/东欧/西欧/中东及非洲/北美/拉美地区加热烟草市场规模分别同比+10.0%/+12.5%/+17.3%/+19.5%/+200.6%/+27.0%至 170.6/117.2/127.2/13.0/2.0/1.1 亿美元。加热烟草增长主要由亚太、欧洲成熟市场贡献规模，欧洲地区在较高基数下仍保持较快增长，东欧/西欧 CAGR3 达 17.8%/14.0%。

北美 HNB 市场方面，受低基数及 IQOS 试点上市带动，2025 年北美加热烟草市场规模同

比+200.6%。PMI 于 2025 年 3 月在德州奥斯汀正式销售 IQOS，此前已完成小范围试点。根据 PMI 此前公告及 Reuters 报道，公司提出 IQOS 到 2030 年占美国卷烟及加热烟草单位销量约 10%的目标；若后续城市扩张顺利，美国市场有望成为 HNB 赛道国别拓展的重要增量变量。

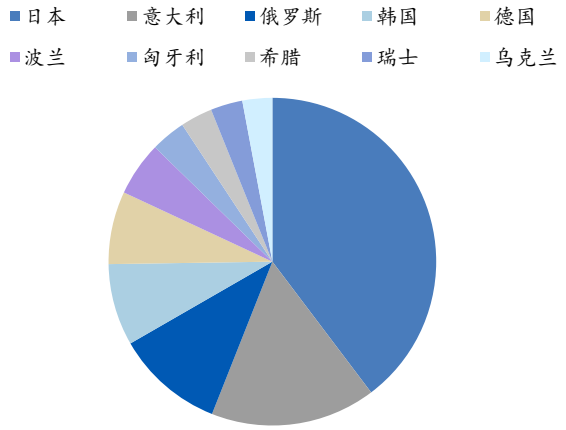
从国家规模占比来看，2025 年日本仍是加热烟草产品全球第一大市场，占比达 39.7%，此外意大利、俄罗斯、韩国占比分别为 16.3%/10.7%/8.1%。

图表27：2025 年加热烟草产品各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表28：2025 年前十名国家加热烟草产品占全球市场比重

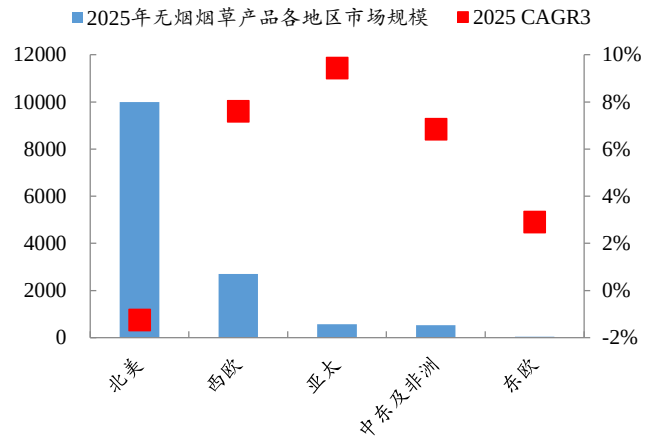


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

2.2.3 无烟烟草产品：美国市场占据主导，其他区域稳步渗透

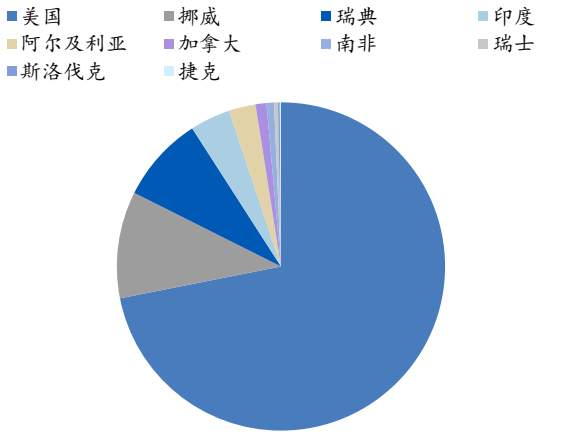
根据欧睿统计，2025 年北美/西欧/亚太/中东及非洲/东欧地区无烟烟草产品市场规模分别同比-1.3%/+7.1%/+9.8%/+6.1%/+4.6%至 100.0/27.0/5.7/5.2/0.4 亿美元。从国家规模占比来看，美国市场稳居全球第一大市场，2025 年美国无烟烟草产品市场规模占全球比例达 71.2%，此外挪威和瑞典占比分别为 10.4%/8.4%。

图表29：2025 年无烟烟草产品各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表30：2025 年前十名国家无烟烟草产品占全球市场比重



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

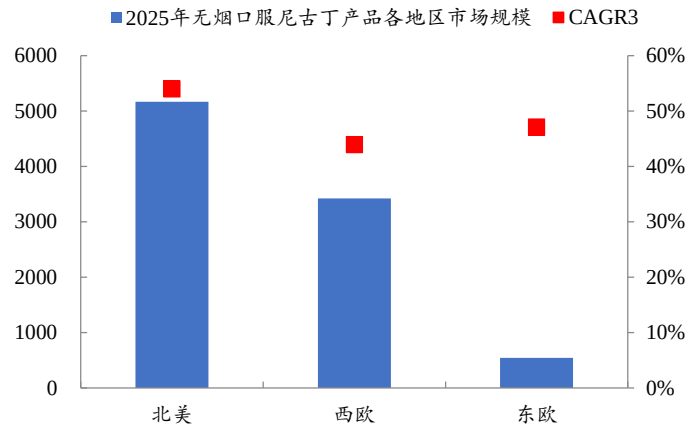
2.2.4 无烟口服尼古丁产品：全球市场高速扩容，欧美市场贡献主要增量

全球尼古丁袋市场持续保持高扩容速度。根据欧睿统计，2025 年全球尼古丁袋市场规模为 91.9 亿美元，同比增长 45.7%，2022-2025 年 CAGR 为 54%。其中北美/西欧/东欧地区无烟烟草产品市场规模分别同比+52.9%/+37.2%/+40.1%至 51.7/34.2/5.4 亿美元。北美地区是全球最大的尼古丁袋消费市场，2025 年占比为 56.2%，其次为西欧、东欧和亚太地区，

占比分别为 37.2%、5.9%与 0.5%。

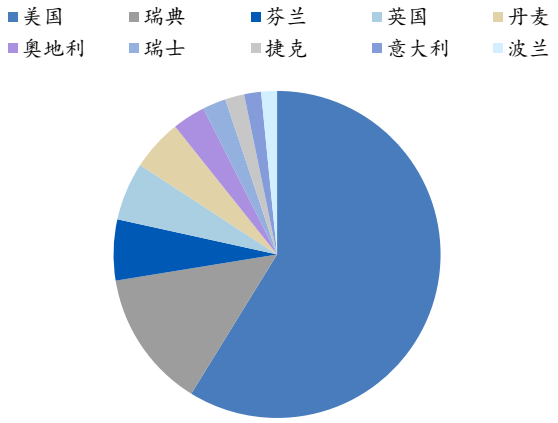
监管层面，WHO 于 2026 年 5 月发布首份尼古丁袋专题全球报告，指出尼古丁袋在全球快速扩张，但约 160 个国家尚无专门监管，产品口味、包装及社媒营销对青少年吸引力较强。WHO 呼吁各国建立覆盖所有烟草和尼古丁产品的综合监管框架。

图表31：2025 年尼古丁袋各地区市场规模（百万美元）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表32：2025 年前十名国家尼古丁袋占全球市场比重



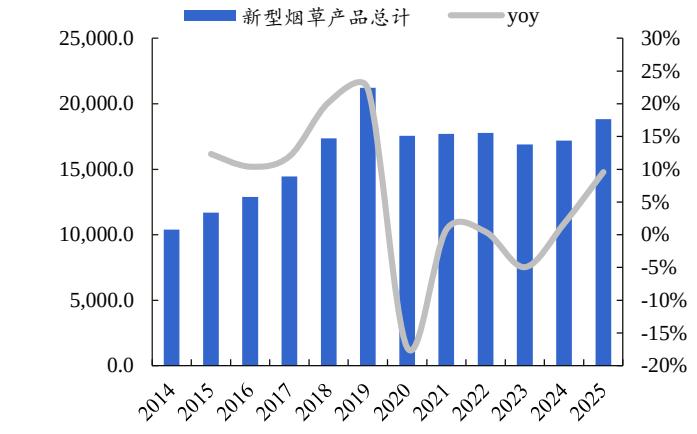
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

2.3 重点国家市场：美国口含烟领跑，英国多品类增长

2.3.1 美国市场：口含尼古丁高增驱动扩容

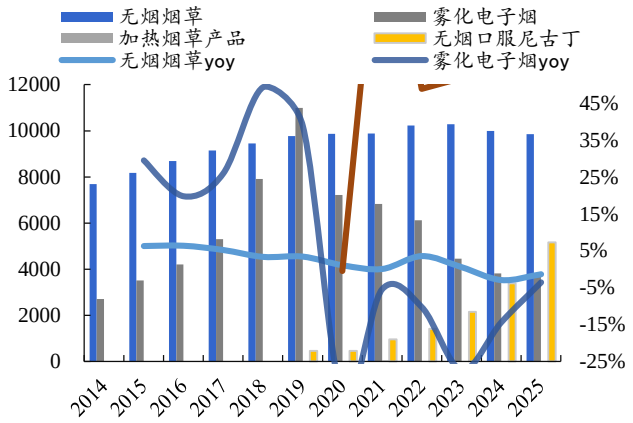
根据欧睿统计，2025 年美国新型烟草市场总规模达 188.2 亿美元，同比增长 9.6%。传统无烟烟草仍为美国市场最大品类，2025 年市场规模为 98.5 亿美元，但同比下滑 1.4%。相比之下，无烟口服尼古丁延续高增长，2025 年市场规模达 51.7 亿美元，同比+52.9%，预计 2027 年进一步增至 87.1 亿美元，成为美国新型烟草市场最主要的增量来源。

图表33：美国新型烟草产品历年市场总规模（百万美元）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表34：美国新型烟草产品历年市场规模拆分（百万美元）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

（1）无烟烟草：存量规模大，但增长动能减弱

传统无烟烟草仍是美国新型烟草产品中的最大存量品类。2025 年美国无烟烟草市场规模为 98.5 亿美元，占新型烟草产品市场约 52.3%，但同比下降 1.4%，预计 2026 年继续下降至 96.3 亿美元，同比-2.3%。

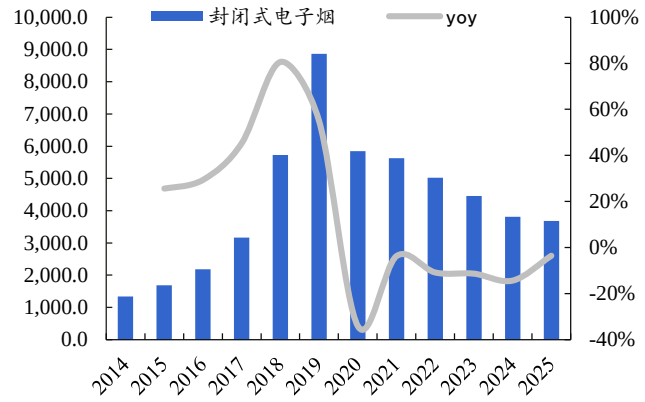
细分来看，湿鼻烟仍是传统无烟烟草的主要构成，2025 年市场规模为 94.2 亿美元；咀嚼烟草规模为 4.3 亿美元。传统无烟烟草在美国仍具备较大用户基础和市场规模，但增长动能逐步转弱，预计后续更多表现为存量市场。

（2）雾化电子烟：短期规模承压，2026 年起预计恢复温和增长

2025 年美国雾化电子烟市场规模为 36.8 亿美元，同比下降 3.6%，但降幅较此前明显收窄，预计 2026 年市场规模分别回升至 39.1 亿美元，同比+6.2%。

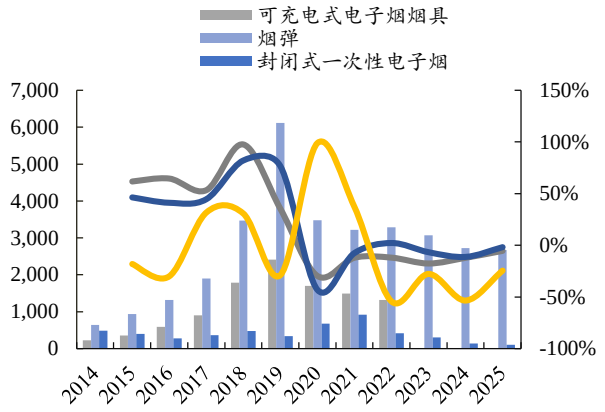
产品结构方面，美国雾化电子烟市场已经明显向封闭式和可充电式产品集中。2025 年封闭式电子烟规模为 36.8 亿美元，基本构成雾化电子烟市场主体；其中可充电式电子烟规模为 35.7 亿美元，占雾化电子烟市场约 97.1%。进一步拆分看，2025 年可充电式电子烟烟弹规模为 26.7 亿美元，烟具规模为 9.0 亿美元，烟弹贡献主要消费规模。相比之下，一次性电子烟在合规零售口径下规模较小，2025 年为 1.1 亿美元，同比下降 24.6%，占雾化电子烟市场约 2.9%。

图表35：美国封闭式电子烟历年市场总规模（百万美元）及增速



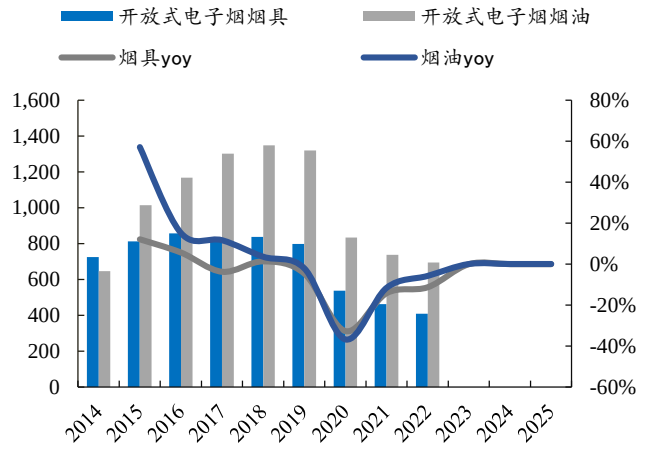
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表36：美国封闭式电子烟历年市场规模拆分（百万美元）及增速



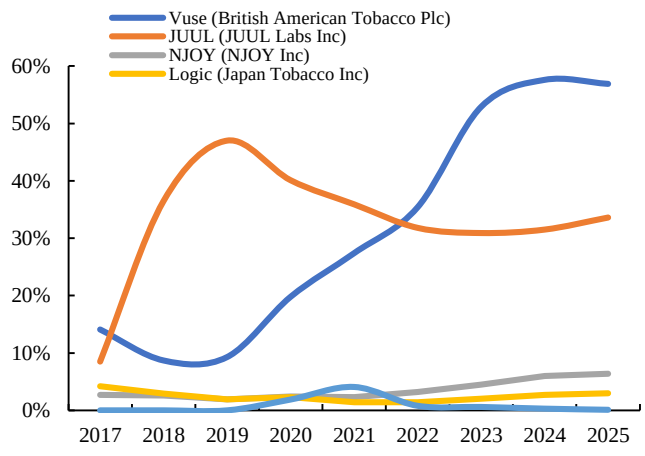
来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表37：美国开放式电子烟市场规模（百万美元）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表38：美国近年来蒸汽式电子烟品牌市占率变化



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

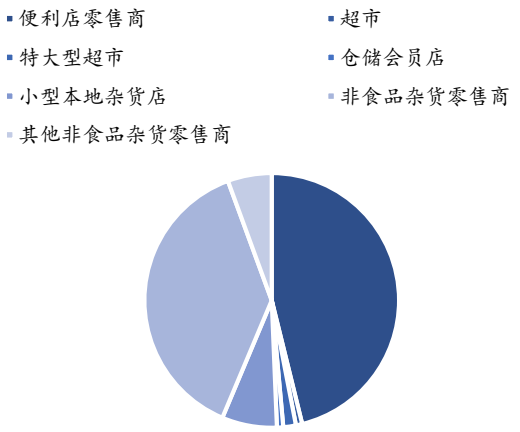
分品牌来看，美国雾化电子烟市场集中度较高。2025 年 Vuse 市占率为 56.9%，位居第一；JUUL 市占率为 33.6%，同比提升 2.1pct；NJOY 市占率为 6.4%，Logic 市占率为 3.0%。美国雾化电子烟市场已形成 Vuse 与 JUUL 主导的双寡头格局，NJOY 等合规品牌份额继续小幅提升。

从销售渠道来看，美国雾化电子烟销售仍高度依赖线下零售。2025 年线下零售占比为 94.5%，零售电商占比仅 5.6%。在线下渠道中，食品杂货零售商占比为 56.4%，非食品杂货零售商占比为 38.1%；便利店零售商仍是最核心渠道，占比达 46.2%，其中普通便利店和加油站便利店分别占 25.5%/20.7%。

从用户分布来看，美国雾化电子烟用户 2025 年达到 1810 万人，同比增长 5.9%，男性/女

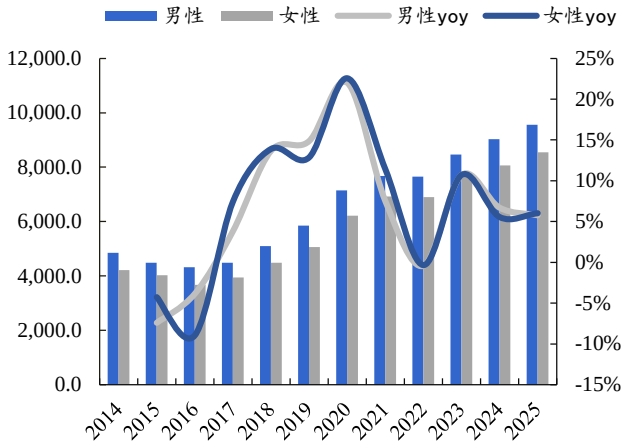
性分别占比 53.0%/47.0%。

图表39：2025 年美国雾化电子烟销售渠道（%）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表40：美国雾化电子烟用户（万人）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

（3）加热烟草产品：规模仍小，2025 年后恢复增长

美国 HNB 市场目前仍处于较早期阶段，整体规模明显小于雾化电子烟和无烟口服尼古丁。2025 年美国加热烟草产品市场规模为 1.3 亿美元，预计 2026 年增长至 1.7 亿美元，同比+39.7%，其中加热烟草烟弹贡献大部分规模。2025 年美国加热烟草烟弹市场规模为 1.2 亿美元，占加热烟草产品市场约 98.0%；加热烟草烟具市场规模仅 250 万美元。

销售量来看，美国 HNB 烟弹销量预计由 2025 年的 1.87 亿个增长至 2026 年的 2.49 亿个，显示出较快的恢复增长趋势。

分公司来看，美国加热烟草市场主要由 Altria 主导，2025 年市占率为 100%。

（4）无烟口服尼古丁：高增速延续，贡献美国市场主要增量

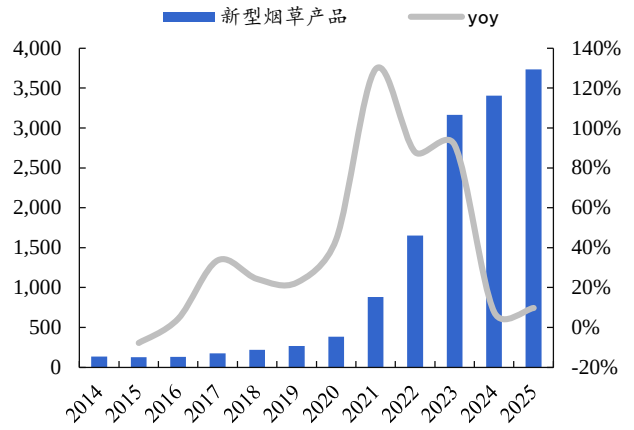
无烟口服尼古丁是美国新型烟草市场增长最快的品类。2025 年美国无烟口服尼古丁市场规模达 51.7 亿美元，同比增长 52.9%，预计 2026 年进一步增长至 68.3 亿美元，同比+32.2%。从占比看，无烟口服尼古丁占美国新型烟草产品市场的比例由 2024 年的 19.7%提升至 2025 年的 27.5%，预计 2026 年进一步提升至 33.2%。加热烟草仍处于快速渗透阶段，预计将持续成为美国新型烟草市场扩容的主要驱动力。

2.3.2 英国市场：雾化电子烟为核心品类，口服尼古丁快速放量

根据欧睿统计，2025 年英国新型烟草产品市场规模同比+9.7%至 37.36 亿美元，其中雾化电子烟仍为核心品类，市场规模同比+3.7%至 27.35 亿美元，占英国新型烟草市场的 73.2%；加热烟草产品市场规模同比+5.5%至 4.95 亿美元；无烟口服尼古丁延续高增，市场规模同比+69.8%至 5.06 亿美元，已略高于加热烟草产品。预计 2026 年英国新型烟草市场规模同比-4.7%至 35.62 亿美元，主要受雾化电子烟阶段性回落影响。

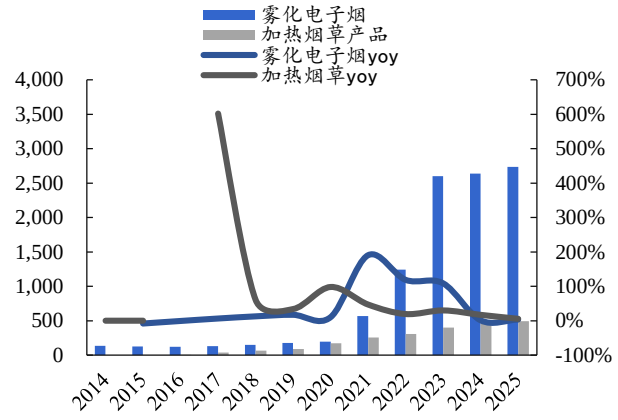
英国自 2025 年 6 月 1 日起禁止销售和供应一次性电子烟，同时 2026 年通过的 Tobacco and Vapes Act 明确禁止向 2009 年 1 月 1 日及以后出生者销售烟草，并强化电子烟及尼古丁产品在广告、包装、展示等环节的监管。展望后续，英国雾化电子烟市场大概率进入 1-2 年的结构出清期，将逐步告别一次性产品驱动的高增长阶段，2026 年市场规模预计同比-18.2%至 22.37 亿美元。

图表41：英国新型烟草产品规模（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表42：英国新型烟草产品规模拆分（百万英镑）及增速

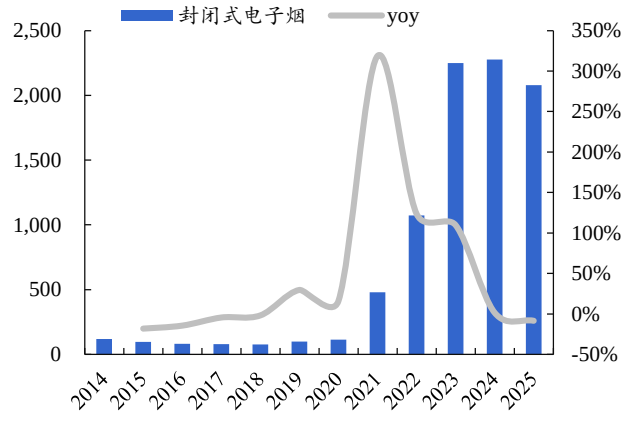


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

（1）雾化电子烟：一次性产品退坡，可充电式和开放式产品承接增长

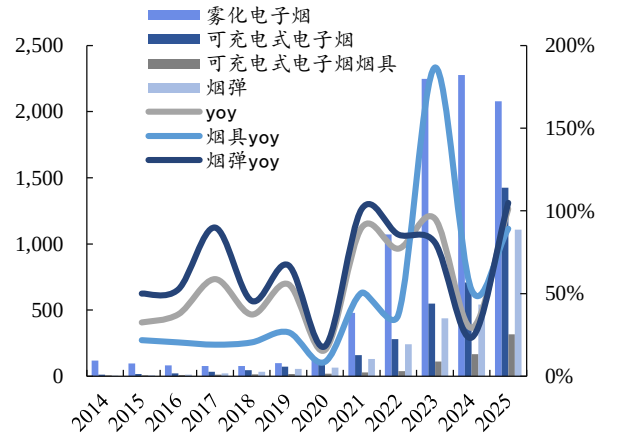
英国雾化电子烟内部结构正向可重复使用产品切换。2025 年封闭式电子烟市场规模同比降低 8.7%至 20.78 亿美元，其中封闭式一次性电子烟降至 6.52 亿美元；可充电式电子烟快速增长，同比+101.1%至 14.26 亿美元，其中烟弹同比+104.8%至 11.09 亿美元，烟具同比+89.2%至 3.17 亿美元。开放式电子烟同样保持较快增长，2025 年市场规模同比+81.5%至 6.57 亿美元，其中开放式电子烟烟油同比+81.1%至 4.12 亿美元，开放式电子烟烟具同比+82.2%至 2.45 亿美元。一次性产品高峰后回落，可充电式和开放式产品成为英国雾化电子烟增长的主要承接方向。

图表43：英国封闭式电子烟规模（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

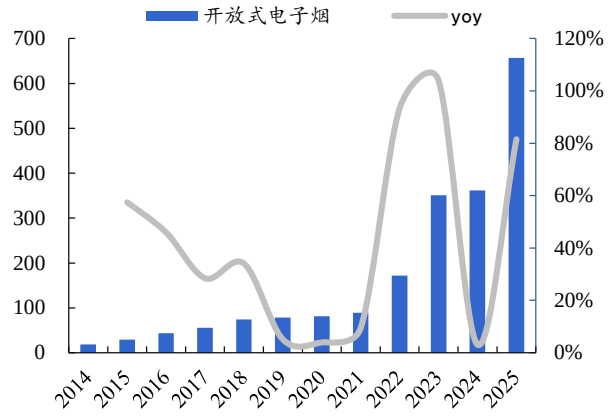
图表44：英国封闭式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

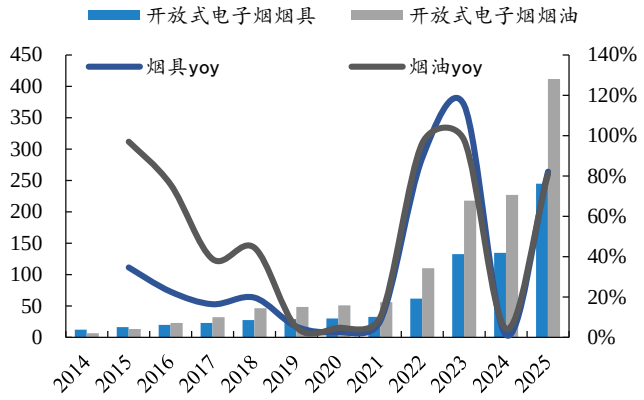
分品牌来看，英国蒸汽式电子烟市场集中度较高，SKE 以 27.7%的市占率位居第一，自 2022 年起持续扩张，Elf Bar 和 Lost Mary 分别以 14.1%和 10.4%位列第二、第三，三者合计市占率达 52.2%。从公司口径来看，头部品牌仍以中国供应链背景企业为主，BAT 旗下 Vuse 以 7.3%位列第五，帝国品牌旗下 Blu 为 3.9%。

图表45：英国开放式电子烟规模（百万英镑）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表46：英国开放式电子烟规模拆分（百万英镑）及增速

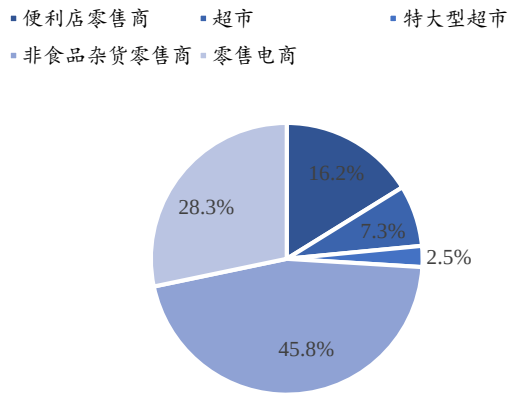


来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

从销售渠道来看，英国雾化电子烟主要通过零售店和线上商城销售，2025 年便利店零售商/非食品杂货零售商/线上商城销售份额分别为 16.2%/45.8%/28.3%。

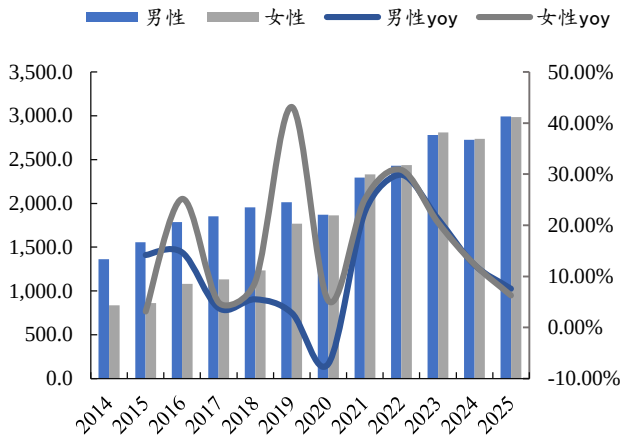
从用户分布来看，2025 年英国蒸汽式电子烟用户数约 598 万人，其中男性约 299 万人、女性约 299 万人，分别占比 50.1%和 49.9%；预计 2026 年用户数升至 609 万人。

图表47：2025 年英国市场雾化电子烟销售渠道（%）



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

图表48：英国雾化电子烟用户（万人）及增速



来源：欧睿 Passport；国金证券研究所

（2）加热烟草：市场规模稳步扩张，但体量仍明显小于雾化电子烟

英国 HNB 市场规模相对雾化电子烟较小，但仍保持温和增长。2025 年英国加热烟草产品市场规模同比+5.5%至 4.95 亿美元，预计 2026 年同比+13.8%至 5.63 亿美元。其中加热烟草烟弹贡献绝大部分规模，2025 年加热烟草烟弹市场规模为 4.89 亿美元，占加热烟草产品市场约 98.7%；同期加热烟草烟具市场规模仅为 0.07 亿美元。

销售量来看，2025 年英国 HNB 烟弹销量为 11.29 亿个，HNB 烟具销量维持在约十万套，市场主要由耗材复购驱动。

分品牌与公司来看，英国加热烟草市场由 PMI 高度主导。2025 年 PMI 在英国加热烟草市场的零售市占率为 94.4%，虽较 2020 年的 99.7%有所下降，但仍保持绝对领先；Japan Tobacco 市占率提升至 3.6%，其他公司仅占 2.0%。整体来看，英国 HNB 市场目前仍是 PMI 主导型市场。

（3）无烟口服尼古丁增速最快，正在成为雾化之外的重要增量

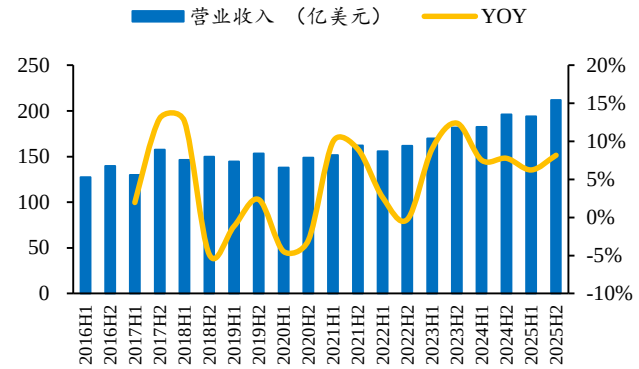
无烟口服尼古丁是英国新型烟草市场中增速最快的细分方向。2025 年英国无烟口服尼古丁市场规模同比+69.8%至 5.06 亿美元，预计 2026 年同比+50.6%至 7.62 亿美元。若预测兑现，无烟口服尼古丁将在英国新型烟草市场中的权重继续提升，并成为雾化电子烟之外

最重要的增量品类。

3.菲莫国际：IQOS 稳健扩张、无烟收入占比突破四成

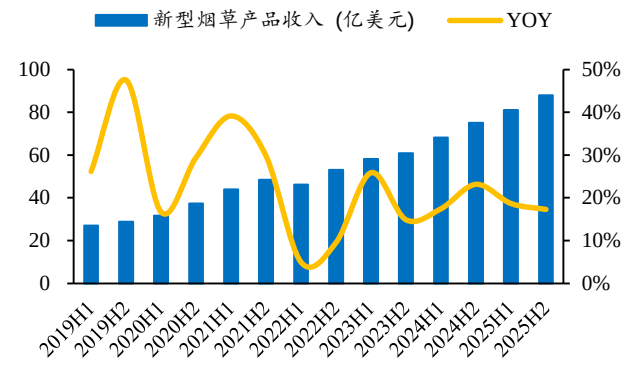
2025 年菲莫国际总营收为 406.48 亿美元，同比增长 7.3%，新型烟草业务增长贡献显著。新型烟草业务 2025 年实现营收 168.5 亿美元，同比增长 15.0%，收入占比较 2024 提升 3.2pct 至 41.5%，其中 2025Q4 公司新型烟草营收同比+12.0%至 44.00 亿美元。2026Q1 菲莫国际总营收/新型烟草营收同比分别+8.6%/+11.8%至 101.0/43.6 亿美元。

图表49：菲莫国际历年营收及增速



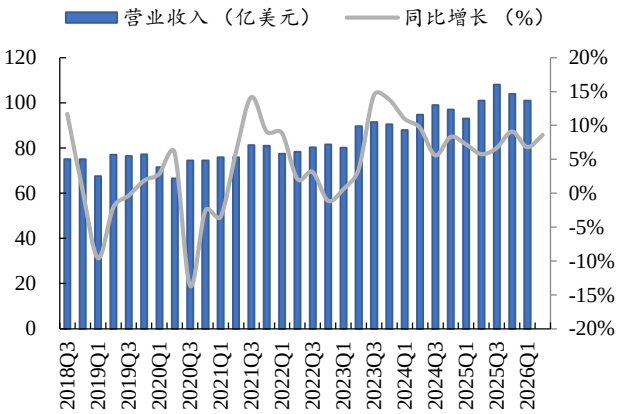
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表50：菲莫国际新型烟草产品历年营收及增速



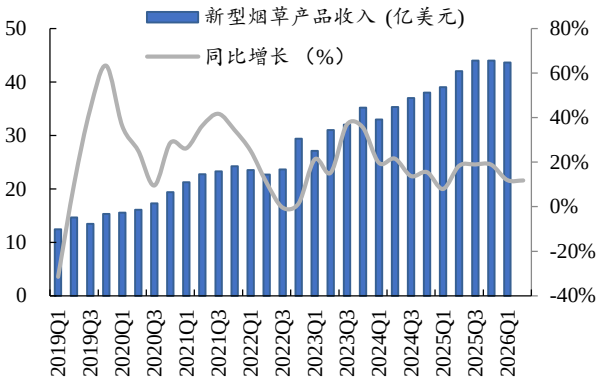
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表51：菲莫国际各季度营收（亿美元）及增速



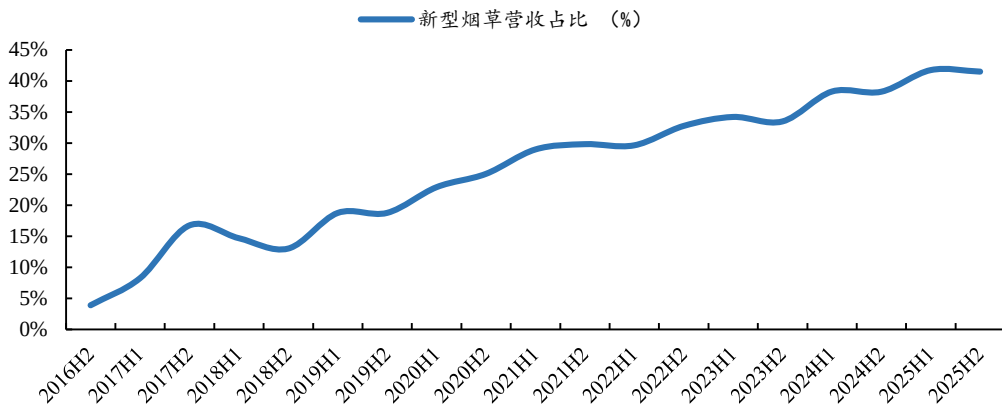
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表52：新型烟草产品各季度营收（亿美元）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表53：菲莫新型烟草收入占比逐年上升



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

3.1 IQOS 增长动能延续，用户转化与市场覆盖持续提升

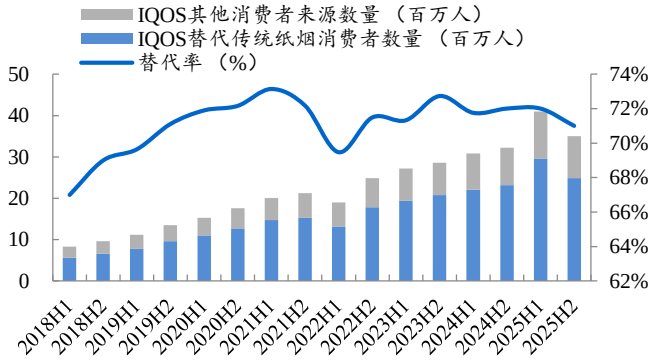
2025 年菲莫国际 HNB 产品出货量达 1551 亿支，同比增长 11.1%。2026Q1HNB 出货量同比+11.3%至 413 亿支。菲莫国际加热烟草产品对传统卷烟消费者的转化率稳步提升，截至 2025 年 12 月底，菲莫国际的新型烟草用户数已达 4350 万人，同比增加 11.54%，其中替代传统卷烟消费用户数为 2485 万人，替代率高达 71.0%。

图表54：菲莫国际加热烟草销售量（亿支）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表55：菲莫国际 IQOS 消费者来源及替代率（百万人，%）



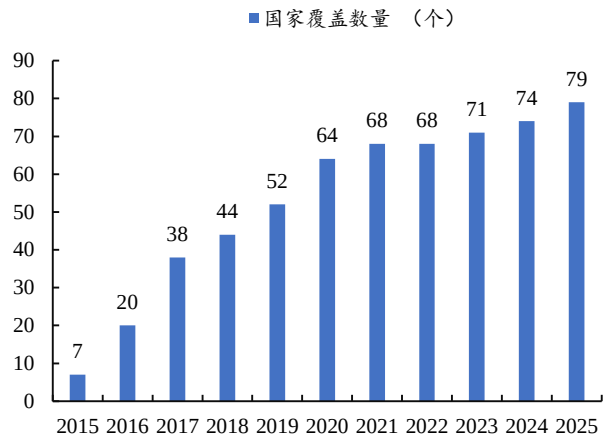
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

3.2 IQOS 覆盖市场数增至 79 个，重点国家市占率稳步提升

2025 年底菲莫国际已在全球 79 个国家和地区建立 IQOS 销售渠道，较 2024 年末增加 5 个地区覆盖。2026Q1，公司披露口径调整为国际/美国两大市场：新型烟草营收合计 43.79 亿美元，其中国际市场营收 38.36 亿美元，美国市场营收 5.43 亿美元；销量方面，2026Q1 菲莫国际 HTU 销量达 413.00 亿支，同比增长 11.4%，其中 HTU 销量基本全部来自国际市场。

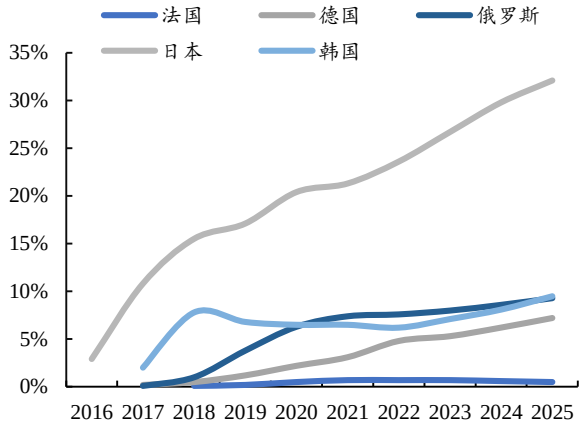
与此同时，菲莫国际加热烟草产品在全球的市场份额也正稳步提升，截至 2026 年 3 月份额已达 6.8%，同比提升 1.1pct。其中菲莫国际此前的主力市场份额大体延续提升态势，26Q1 日本/意大利/波兰/德国市占率分别较 25Q1+2.5pct/+0.9pct/+0.3pct/+0.7pct 至 34.9%/19.3%/10.0%/8.4%。

图表56：IQOS 覆盖国家数量



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

图表57：HTU 主要国家市占率



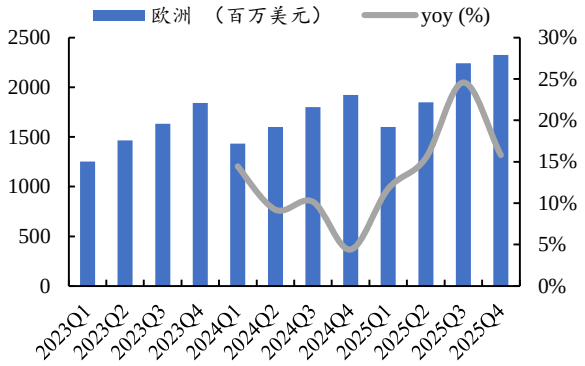
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所

3.2.1 欧洲地区：HTU 出货稳健增长，IQOS 市占率延续提升

2025 年，菲莫国际在欧洲地区新型烟草业务营收 78.89 亿美元，同比增长 16.7%，HTU 销量达到 593.22 亿支，同比增长 10.5%。

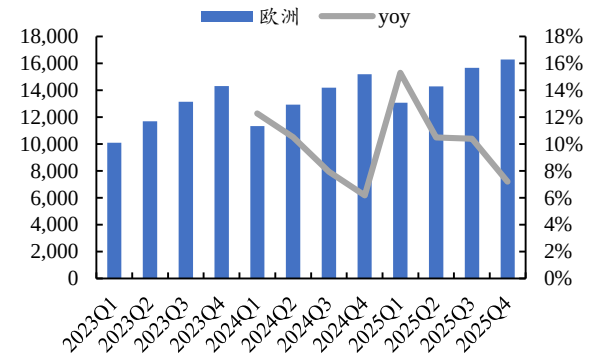
2026 年后公司不再按原区域口径单独披露 HTU 出货量，仅可知欧洲地区 IQOS 加热烟草产品的调整后市场实际销售量同比增长约 5.4%。截止 2026Q1，欧洲 IQOS 加热烟草产品市占率提升 1.1pct 至 12.6%。

图表58：欧洲地区新型烟草营收（百万美元）及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表59：欧洲地区新型烟草销量（百万支）及增速



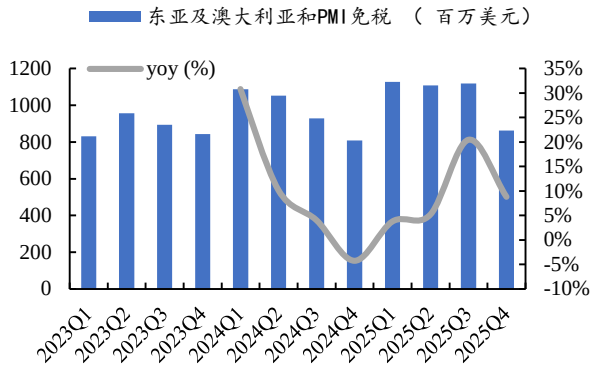
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

3.2.2 东亚及澳大利亚：区域表现分化，日本与台湾支撑 HTU 增长

2025 年，菲莫国际将原“东亚及澳大利亚”相关分部调整为“东亚、澳大利亚及 PMI 全球旅游零售”，其中包含东亚、澳大利亚以及全球旅游零售业务。2025 年该地区新型烟草产品营收达 42.17 亿美元，同比增长 8.8%；HTU 销量达 627.68 亿支，同比增长 10.3%，延续稳健增长趋势。这一地区整体卷烟+HTU 出货量同比增长 3.8%至 1084.77 亿支，主要由日本增长 4.7%推动，部分被澳大利亚下降 45.2%抵消；HTU 调整后市场实际销售量同比增长约 9.3%。

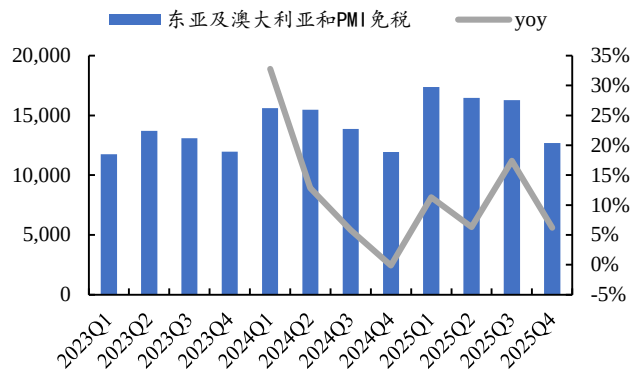
分市场来看，2026Q1 日本 IQOS 在 HNB 品类中保持接近 70%的份额，剔除涨价前囤货影响后，调整后 IMS 仍同比增长约 5.9%。台湾则从前期拖累逐步转为新增量，随着加热烟草产品获批上市，2026Q1 IQOS 在台湾 3 月终端动销份额已接近 6%。澳大利亚仍是主要拖累。受电子烟药房渠道限制、非治疗用途电子烟禁售以及 HNB 进口监管影响，2025 年澳大利亚行业规模和 PMI 当地出货量均明显下滑，对区域增长形成抵消。

图表60：东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度营收及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表61：东亚及澳大利亚地区加热烟草各季度销量及增速

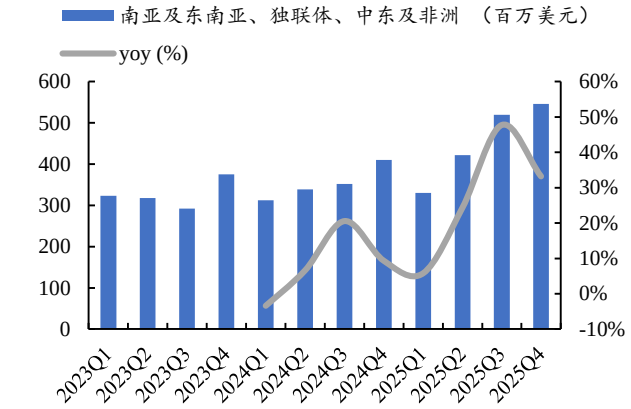


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

3.2.3 南亚、东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区：新型烟草营收保持增长

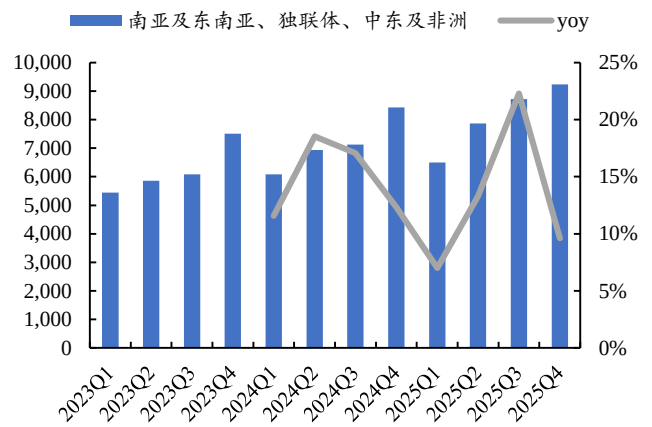
2025 年菲莫国际在南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收为 18.18 亿美元，同比增长 28.7%，HTU 销量达 323.18 亿支，同比上升 13.1%。从增速看，该地区新型烟草业务仍保持较快增长，但 HTU 销量规模仍低于欧洲、东亚及澳大利亚等成熟市场。

图表62：南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草营收及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表63：南亚及东南亚、联邦独立体、中东及非洲地区新型烟草销量及增速

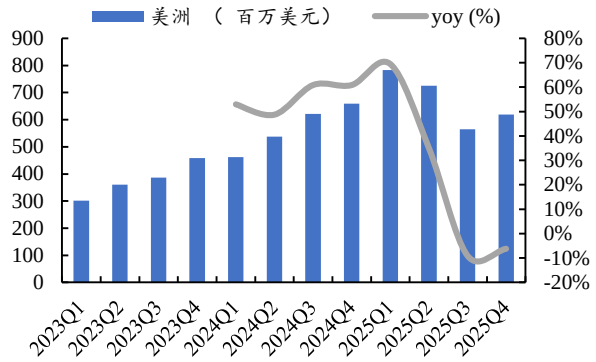


来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24 年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

3.2.4 美洲：ZYN 带动口含烟高增，新型烟草收入持续提升

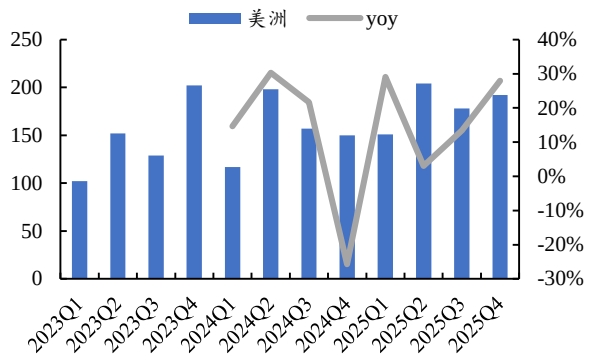
2025 年菲莫国际美洲新型烟草营收 26.91 亿美元，同比增长 18.1%，HTU 销量 7.25 亿支，同比增长 16.6%。2025 全年，菲莫国际在美洲实现包括尼古丁袋在内的口含烟销量 9.30 亿罐，同比增长 21.7%。

图表64：美洲新型烟草各季度营收及增速



来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

图表65：美洲新型烟草各季度销量及增速



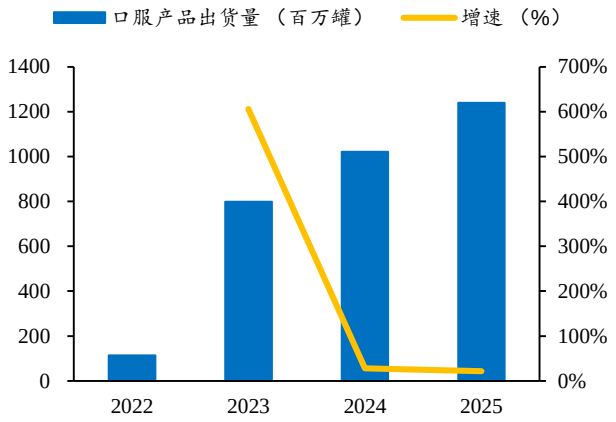
来源：菲莫国际公告；国金证券研究所；注：24年一季度报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

3.3 ZYN美国销量持续放量，FDA授权夯实合规优势

ZYN获FDA授权，口含烟合规基础进一步夯实。FDA通过PMTA路径授权20款ZYN尼古丁袋产品上市，这是FDA首次授权尼古丁袋类产品上市，覆盖10种口味及3mg、6mg两种尼古丁强度。此次授权意味着ZYN在美国市场获得明确的合规销售基础，有助于巩固其在美国尼古丁袋市场的先发优势，并推动菲莫无烟气产品业务持续放量。

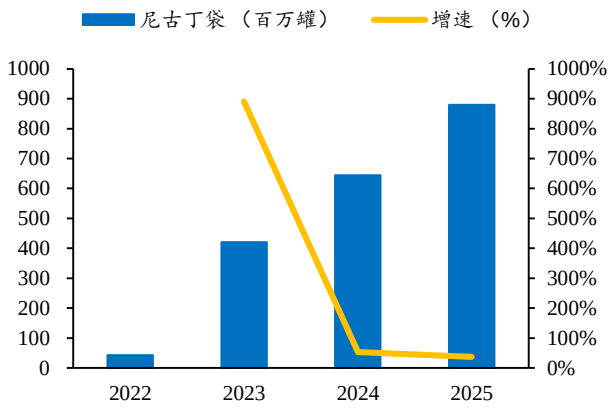
2024年，菲莫国际尼古丁袋销量为6.4亿罐，同比增长52.9%，2025年又继续增长36.6%至8.8亿罐，保持较快的增长速度。其中25年美国市场尼古丁袋销量同比增长37.2%至8.0亿罐，占公司全部尼古丁袋销量的90.7%。2026Q1美国ZYN尼古丁袋销量同比约-3.13%至1.55亿罐。

图表66：菲莫国际口服产品出货量变动



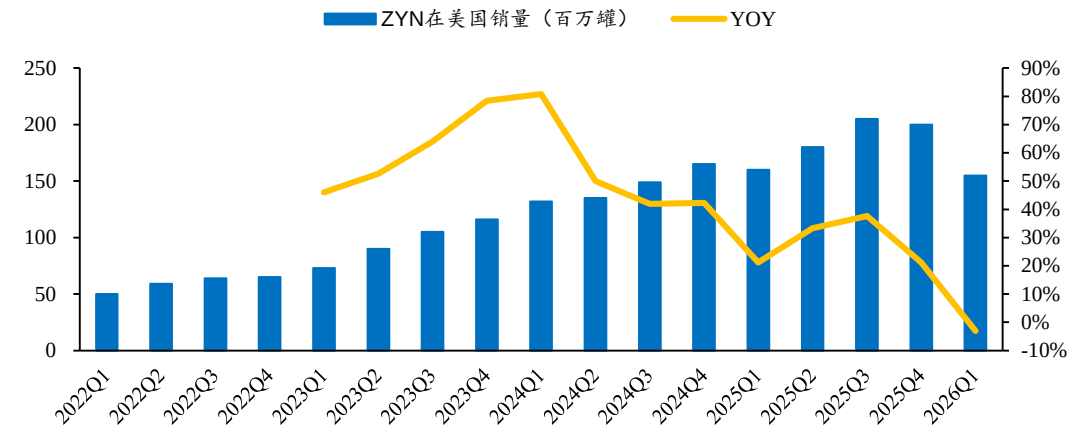
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表67：菲莫国际尼古丁袋销量变动



来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

图表68：ZYN品牌在美国销量变动



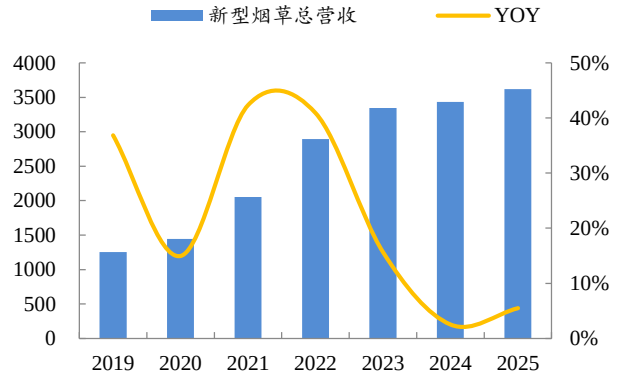
来源：菲莫国际公告，国金证券研究所

4.英美烟草：雾化收入承压，现代口含烟高增支撑新烟业务

4.1 新型烟草收入保持增长，现代口含烟成为主要驱动

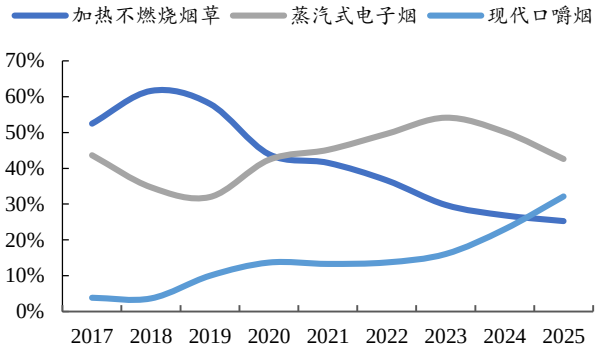
公司2025年总收入256.10亿英镑，同比减少1.0%，新型烟草业务收入达36.73亿英镑，同比增加7.0%。从细分品类来看，雾化电子烟25年收入15.73亿英镑，同比减少8.6%，占整体新型烟草业务收入比例达43%。此外，25年加热不燃烧产品收入9.30亿英镑，同比增加1.0%，现代口含烟收入11.70亿英镑，同比增加48.1%。

图表69：英美烟草历年新型烟草营收（百万英镑）及增速



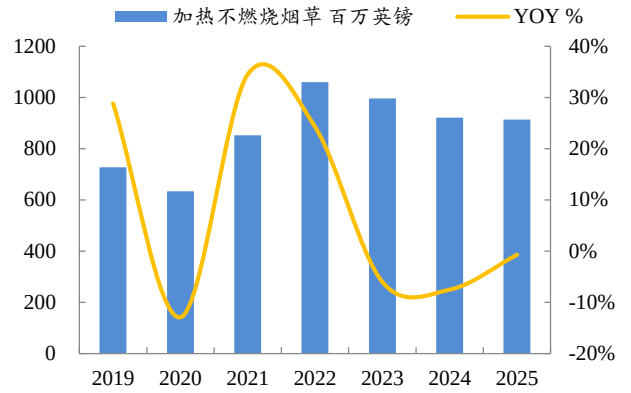
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表70：英美烟草历年新型烟草营收结构



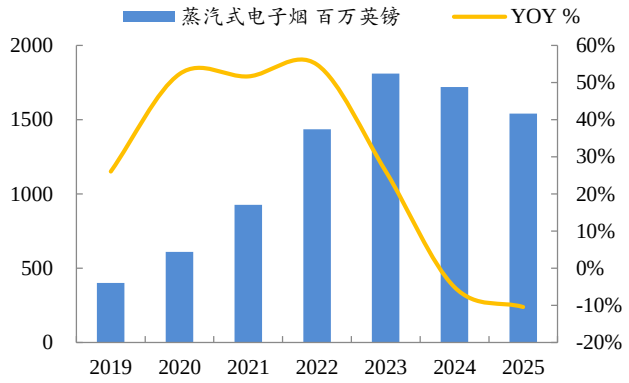
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表71：英美烟草历年加热不燃烧产品营收（百万英镑）及增速



来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表72：英美烟草历年雾化电子烟营收（百万英镑）及增速

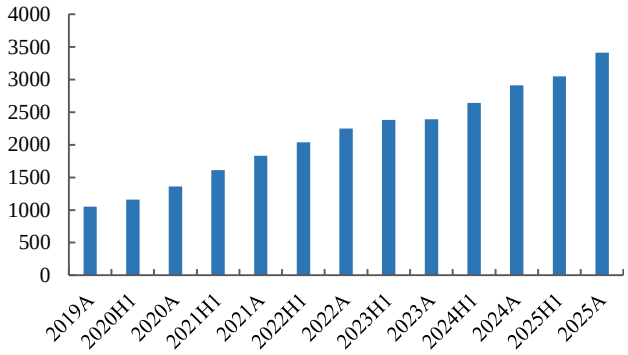


来源：英美烟草公告；国金证券研究所

从用户数看新型烟草趋势：英美烟草 2025 年底新型烟草总用户数量达 3410 万人，较 2025H1 增加 360 万人，从新型烟草用户数增长情况已可明显看出新型烟草大趋势。

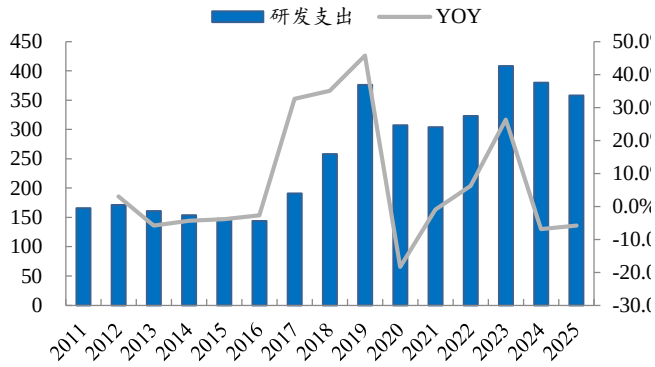
从研发支出看英美烟草新型烟草战略决心：英美烟草从 2015 年开始，研发支出逐步提升，研发费用主要用于新型烟草研发，公司 2023、2024 年研发支出已然稳定在 3 亿英镑以上，显著高于公司在新型烟草业务发展之前的水平，2025 年研发支出达 3.58 亿英镑，同比下降 5.80%。

图表73：英美烟草历年新型烟草用户数量（万人）



来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表74：英美烟草历年研发支出（百万英镑）及增速



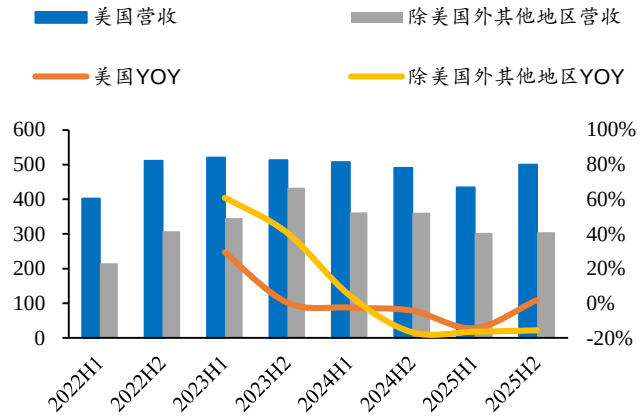
来源：英美烟草公告；国金证券研究所

4.2 雾化电子烟：收入承压，VUSE 美国市场份额表现稳健

英美烟草雾化电子烟方面，2025 年营收达到 15.73 亿英镑（固定汇率），同比减少 8.6%，整体销量达 5.38 亿支，同比下降 12.7%。

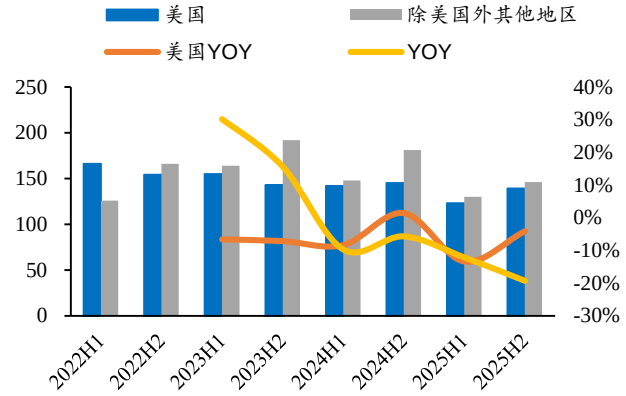
分地区来看，美国市场依然是英美烟草雾化电子烟销售主战场，2025 年美国市场雾化电子烟销量为 2.62 亿，同比降低 8.7%，营收方面，2025 年英美烟草美国市场收入达 9.63 亿英镑，同比下滑 3.5%，占总体雾化电子烟营收比例达 61.2%。此外，雾化电子烟在除美国外其他市场表现欠佳，2025 年实现收入 6.1 亿英镑，同比减少 15.6%，销量也有所下降，达 2.76 亿，同比下滑 16.1%。

图表75：英美烟草雾化电子烟半年度营收（百万英镑）及增速



来源：英美烟草公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理，23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

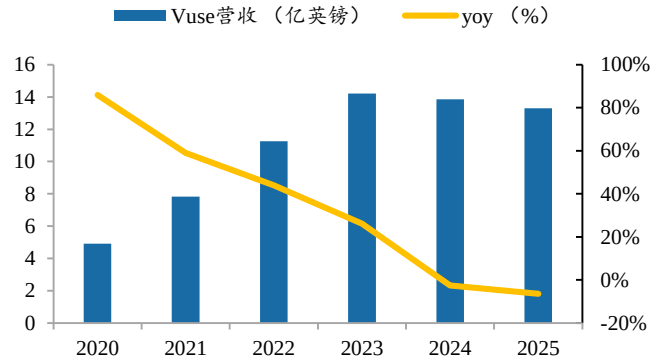
图表76：英美烟草雾化电子烟半年度销量（百万个）及增速



来源：英美烟草公告；国金证券研究所；注：部分数据做平滑处理，23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

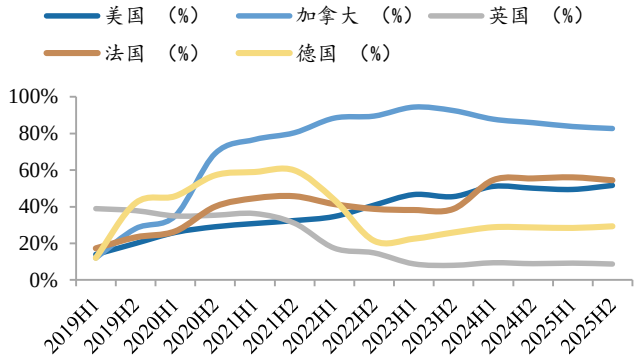
VUSE 营收及市场份额相对稳定：2025 年营收达 13.31 亿英镑，同比下滑 6.4%，在雾化电子烟总营收中占比达 86.3%。市占率方面，截至 2025 年底，VUSE 在主要雾化电子烟市场的总体份额相比于 2024 年末新增 0.6pct 至 38.8%，分不同国家市场来看，2025 年底 VUSE 在美国/加拿大/英国/法国/德国市占率相比于 2024 年末分别+1.5/-3.2/-0.2/-1.0/+0.6pct 至 51.7%/82.7%/8.7%/54.4%/29.3%，VUSE 在美国市场表现突出。

图表77：Vuse 营收及增速（亿英镑）



来源：英美烟草公告；国金证券研究所

图表78：Vuse 主要市场销售份额

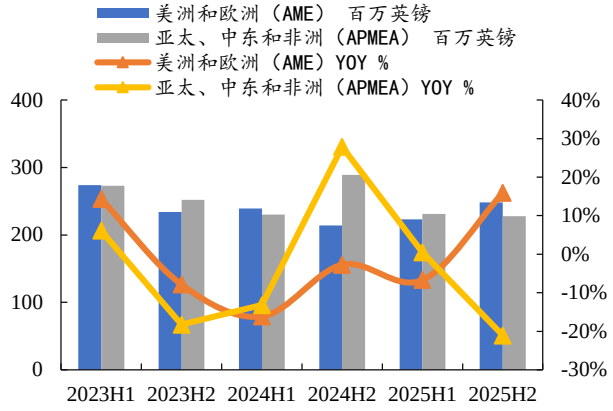


来源：英美烟草公告；国金证券研究所

4.3 加热不燃烧：销量与份额有所承压，固定汇率收入小幅增长

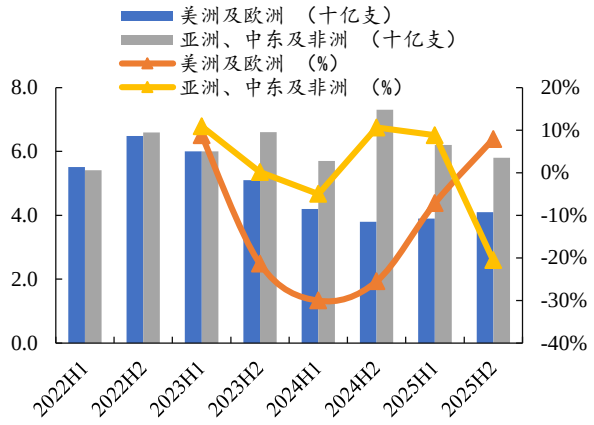
英美烟草 2025 年加热不燃烧业务营收同比增加 1.0%至 9.30 亿英镑（固定汇率），加热不燃烧产品销量达 200 亿支，同比下降 4.3%，主要受日本市场竞争压力以及 glo Hilo 上市前资源配置影响；收入端则受益于美洲及欧洲地区增长，对冲了亚太、中东及非洲地区下滑，使固定汇率口径收入仍实现小幅增长。分地区来看，25 年美洲及欧洲地区 HNB 营收同比增加 6.3%至 4.71 亿英镑，销量持平 80.0 亿支，亚太、中东和非洲地区 HNB 营收同比下降 4.0%至 4.59 亿英镑，销量同比下降 7.7%至 120.0 亿支。

图表79：英美烟草 HNB 半年度营收及增速（百万英镑）



来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

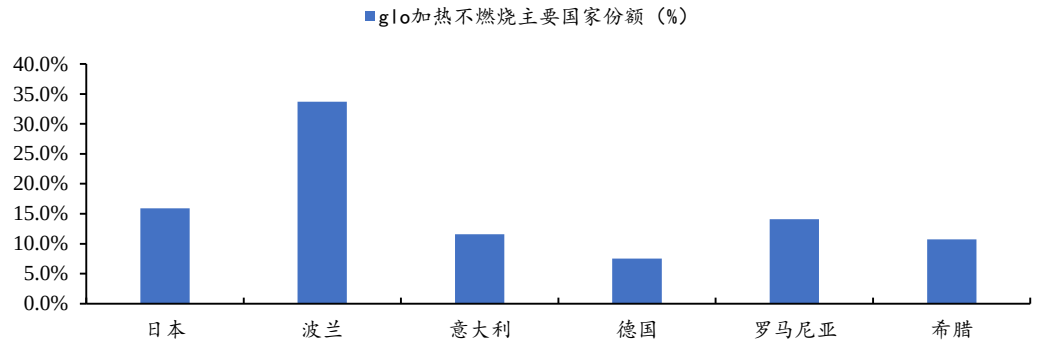
图表80：英美烟草 HNB 半年度销量及增速（十亿支）



来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

市占率方面，2025 年英美烟草加热不燃烧产品在各主要国家加热不燃烧市场销售份额降低 1.8pct 至 14.9%，截至到 2025 年底，glo 在主要国家日本/波兰/意大利/德国/罗马尼亚/希腊的加热不燃烧市场份额分别为 15.90%/33.70%/11.60%/7.50%/14.10%/10.70%。

图表81：2025 年英美烟草产品 glo 在主要国家 HNB 市场份额



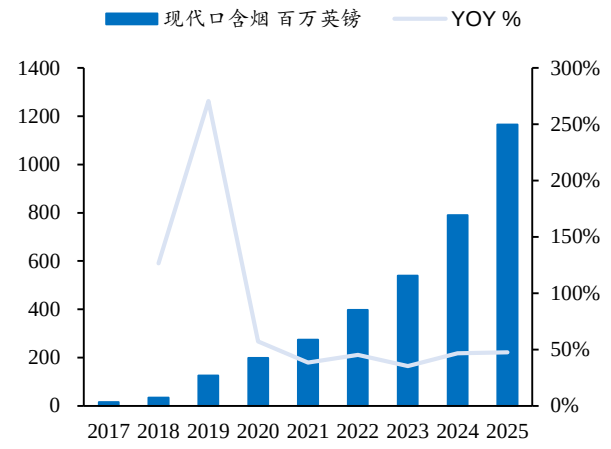
来源：英美烟草公告，国金证券研究所；注：24 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

4.4 口含烟：持续并购扩张，市场份额稳步提升

以并购方式不断拓展口含烟业务版图。2024 年 7 月，英美烟草收购 Beni Oral Nicotine LLC，该公司为现代口含烟相关资产持有方，其核心资产为 modern oral 品类的相关知识产权，交易对价为 0.23 亿英镑。

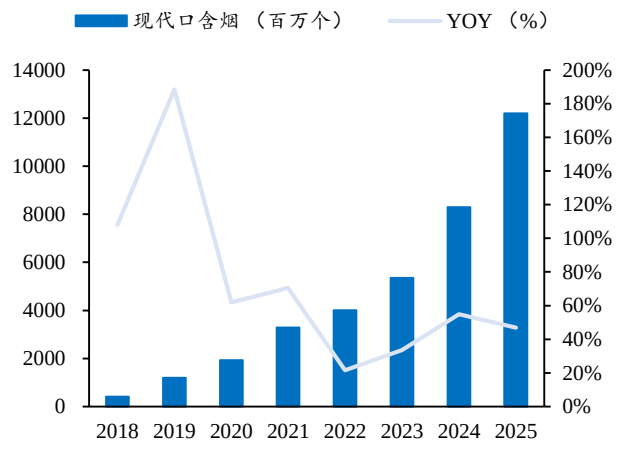
现代口含烟业务保持较好经营业绩，市占率持续提升。2025 年，英美烟草的现代口含烟业务实现收入 11.7 亿英镑与销量 122 亿袋，同比增长 48%与 47%，2019-2025 年 CAGR 分别为 72%与 67%，口含烟业务持续保持较好的增长业绩。截止到 2025 年底，velo 品牌在全球的市占率为 17.1%，同比+5.6pct，在瑞典、丹麦、瑞士、美国等主要口含烟消费市场的市占率持续上升。

图表82：英美烟草现代口含烟业务营收变动



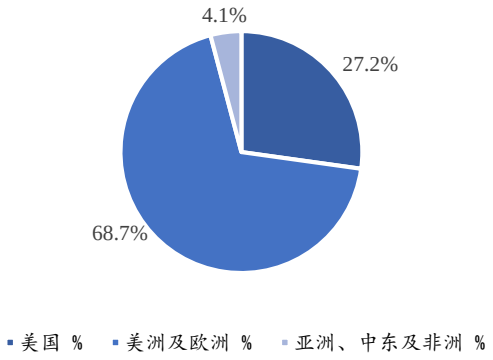
来源：英美烟草公告，国金证券研究所

图表83：英美烟草现代口含烟业务销量变动



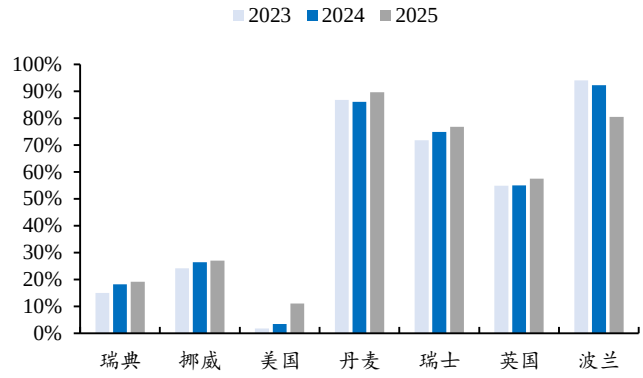
来源：英美烟草公告，国金证券研究所

图表84：英美烟草口含烟业务分地区营收占比



来源：英美烟草公告，国金证券研究所

图表85：英美烟草 velo 品牌在主要国家市占率变动

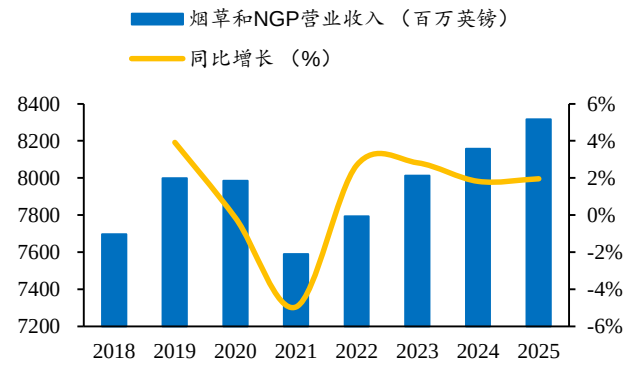


来源：英美烟草公告，国金证券研究所

5.帝国烟草： NGP 规模延续增长、美国 Zone 贡献增量

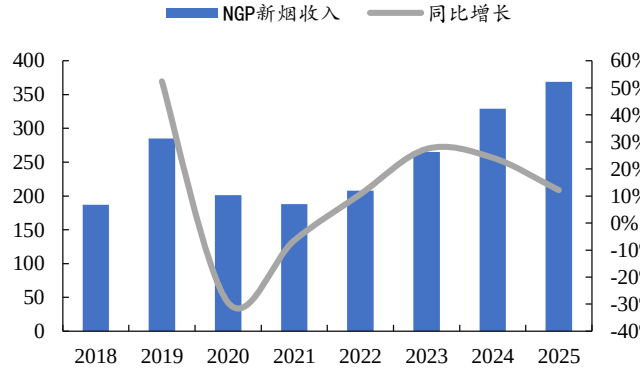
2025 年帝国烟草实现烟草及 NGP 收入 83.16 亿英镑，同比增长 1.9%，主要受到新型烟草双位数增长带动，但传统烟草销量下滑及汇率影响对表观增速形成一定拖累。2025 年新型烟草业务表现较优，实现收入 3.69 亿英镑，同比增长 12.2%。

图表86：帝国烟草历年净收入及增速（百万英镑）



来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

图表87：帝国烟草新型烟草历年净收入及增速（百万英镑）



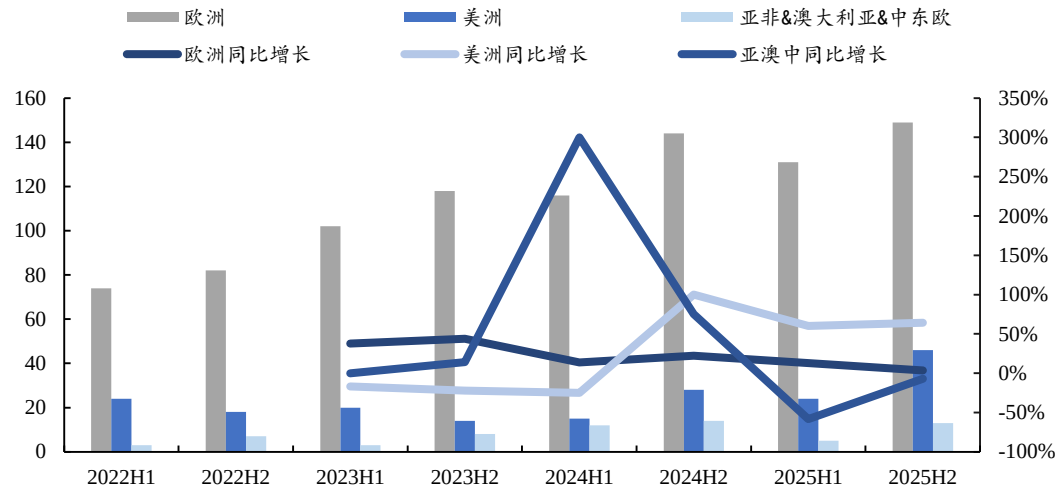
来源：帝国烟草公告，国金证券研究所

分销售地区来看，欧洲地区帝国烟草 2025 年新型烟草实现总营收 2.80 亿英镑，按固定汇率同比增长 7.7%，主要受欧洲市场雾化电子烟、口含尼古丁及加热烟草多品类推进带动。其中，雾化业务在英国、西班牙和法国等核心雾化市场份额提升，口含尼古丁在瑞典和英国推出改良袋型产品并延续增长，同时 Pulze 3.0 于 2025 年下半年上市，带动加热烟草市场份额改善。

美洲地区，2025 年新型烟草实现总营收 0.70 亿英镑，按照固定汇率同比增长 62.8%，得益于 Zone 尼古丁袋在美国市场快速扩张，2025 年铺货门店已达约 10 万家，全国市场份额达到 2.8%，在帝国覆盖渠道中的份额达到 4.0%。

非洲、亚洲、大洋洲及中欧地区，2025 年新型烟草实现总营收 0.18 亿英镑，同比减少 30.8%。

图表88：帝国烟草新型烟草历年主要地区营收情况（百万英镑）

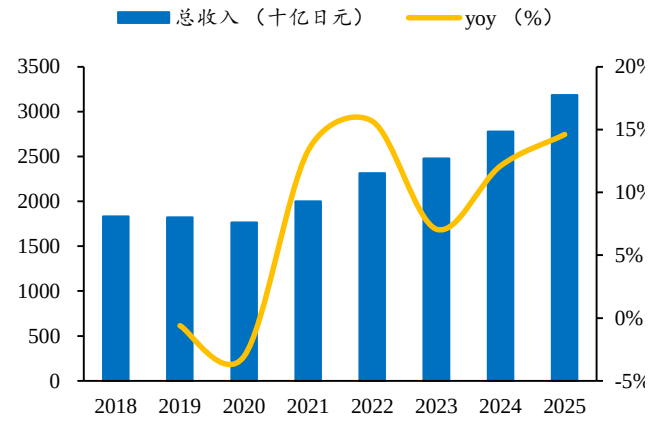


来源：帝国烟草公告，国金证券研究所；注：23 年中报地区披露口径有所调整，历史数据无法还原

6.日本烟草：Ploom 驱动 RRP 高增，国内外放量带动份额提升

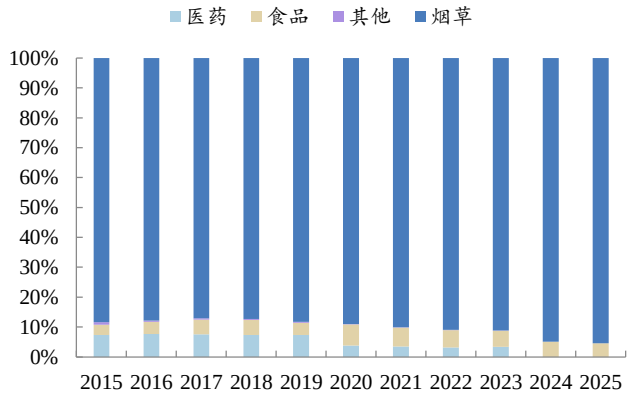
2025 年日本烟草核心业务实现营收 31844 亿日元，同比增长 14.6%，增速保持稳健。其中 25Q4 日本烟草实现营收 7559 亿日元，同比增长 15.2%。业务拆分来看，烟草业务是主要营收来源，2025 年贡献营收 33054 亿日元，同比增长 14.1%，占比达 95.3%。

图表89：日本烟草总营收及增速（十亿日元）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

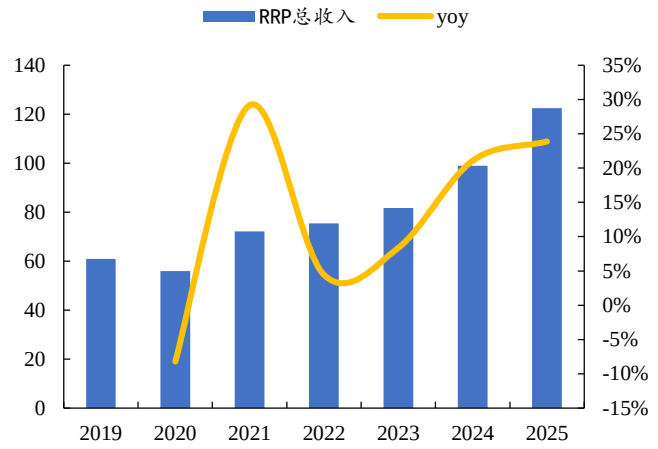
图表90：日本烟草主营业务占比



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

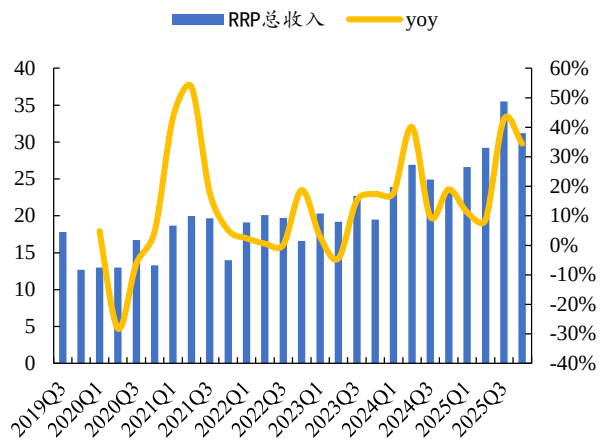
新型烟草方面，2025 年日本烟草 RRP 营收为 1225 亿日元，同比增长 23.9%，总销量为 140 亿支，同比增长 28.4%。其中日本市场新型烟草产品 2025 年销量达 114 亿支，同比增长 26.7%， 25 年海外销量达 26 亿支，同比增长 36.8%。25Q4 新型烟草营收为 312 亿日元，同比增长 34.5%，销量方面，25Q4 新型烟草总销量为 39 亿支，同比增长 30.0%。

图表91：新型烟草总收入及增速（十亿日元）



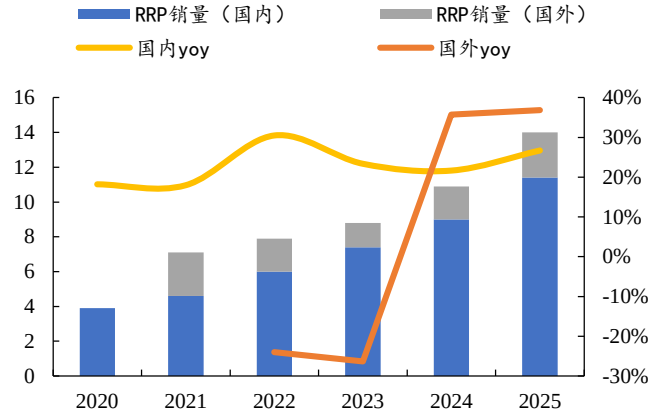
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表92：新型烟草单季度总收入及增速（十亿日元）



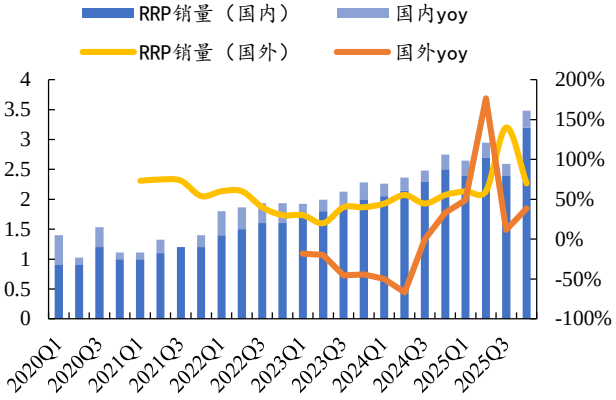
来源：日本烟草公告，国金证券研究所

图表93：新型烟草国内外销量及增速（十亿支）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

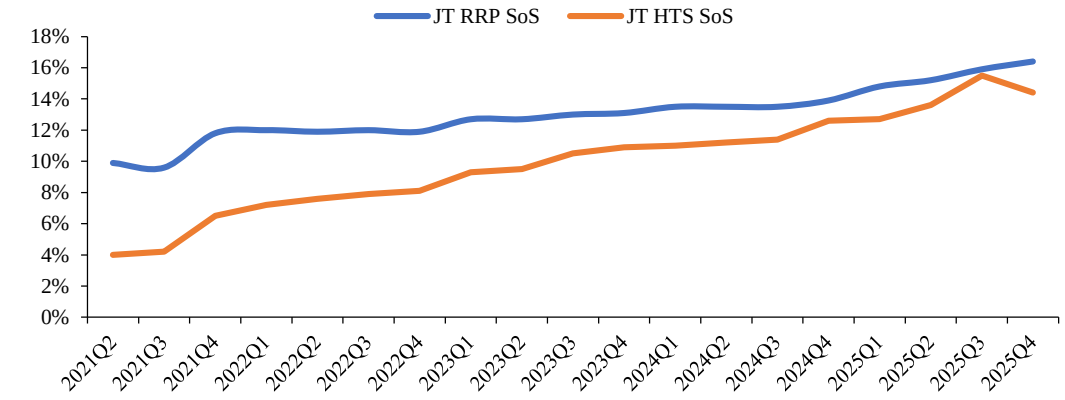
图表94：新型烟草国内外单季度销量及增速（十亿支）



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

市占率方面，截至 25 年 Q4 日本烟草在日本市场新型烟草的市场份额达到 16.4%，比 24 年底增加了 2.5pct。加热不燃烧产品方面，日本烟草在日本加热不燃烧产品市场占有率较为稳定，截至 25Q4 市占率达 14.4%。

图表95：日本烟草新型烟草在日本市场份额情况



来源：日本烟草公告，国金证券研究所

7.投资建议

从 2025 年海外烟草巨头表现来看，新型烟草产业增长动能仍然较强，且增长重心进一步向 HNB 和口含烟集中。PMI 的新型烟草收入占比已突破四成，IQOS 和 ZYN 分别代表 HNB 与尼古丁袋两条高景气主线；BAT 现代口含烟保持高增，HNB 端后续仍需观察 glo Hilo 在日本、波兰等重点市场的推广效果；JT 则依靠 Ploom 持续提升在日本 RRP/HTS 市场份额。整体来看，海外头部烟草公司仍在围绕 HNB、口含烟和合规雾化产品加大投入，产业链需求具备持续性。

国内方面，《加热卷烟》《尼古丁袋》强制国标已于 2026 年 5 月 7 日结束公示，后续进入标准制定和配套政策推进阶段。虽然国标公示并不等于短期全国放量，但 HNB 和口含烟从内部储备走向国内标准化的方向已经更加明确。若后续标准发布、试点安排、税收政策、渠道打标及终端销售配套逐步落地，国内新型烟草产业链有望迎来阶段性催化。

受益方向上，建议优先关注两类环节：一是确定性更强的持证及专卖体系相关环节，包括尼古丁供应、专卖设备、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束等；二是弹性更高的社会化供应链环节，包括香精香料、包装材料、口含烟辅料、无纺布、HNB 烟具及加热组件等。个股层面，建议关注具备新型烟草技术储备的产业链公司，以及未来可能受益于国内试点推进的烟用材料和口含烟配套供应商。

风险提示

1）国内标准、试点及配套政策落地存在不确定性：《加热卷烟》《尼古丁袋》国标虽已结束公示，但正式标准及试点方案仍待明确；同时 HNB 和尼古丁袋仍需消费者教育和门店端配合，若推进节奏或消费接受度不及预期，产业链订单释放可能延后。

2）海外非法产品监管力度及效果不及预期：若美国、欧洲等市场非法电子烟及非合规尼古丁产品持续冲击，可能影响合规品牌商和代工商增长。

3）汇率及原材料成本波动风险：若人民币汇率大幅波动，或原材料成本明显上行，可能影响相关企业收入折算和利润率。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究