下载日志已记录，仅供内部参考

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

如何捕捉增长型红利消费机遇，复盘全球烟草 5 年涨幅缘何冠绝消费

投资逻辑

全球烟草五年涨幅冠绝消费，“增长型红利”策略有效性得到验证。2021 年底至今，全球烟草板块累计上涨 84.07%（以 PMI、BAT、Altria、JT 等为代表），在 GICS 消费品分类中大幅领先软饮、个护等七大消费子板块。复盘其超额收益来源并推演至其他板块，有助于在未来风险偏好平稳或下行周期中，掘金消费乃至全市场的超额与绝对收益。

增长型红利：成熟赛道中“不变中的变化”所孕育的戴维斯双击。从行业生命周期看，消费赛道遵循渗透率 S 曲线与收益率倒 S 曲线的演进逻辑：早期渗透率加速向上为新消费成长阶段；随着业绩与估值双击，进入增长换挡阶段；随后行业增速放缓、价格战与供给出清并行；待供给出清完成，渗透率延续上行但空间收窄，行业步入增长型红利阶段——即"不变中的变化"逻辑下的成熟期。增长型红利研究框架，重点关注安全边际、经营质量、分红和内生增长：

- **低估值：逆向布局于估值低位或短期冲击。**烟草板块大幅跑赢的起点恰为 2021 年底——彼时全球疫情冲击线下消费场景，烟草估值承压，而宅经济相关消费估值则处于历史上沿。在不改变长期逻辑的短期事件冲击中逆向投资，是获取超额收益的首要前提。
- **g（成长弹性）：缓慢但确定的长期成长逻辑。**新品牌、新产品、新渠道三者至少有一样，方可拉动中枢增速上行。烟草板块中新型烟草渗透率稳步提升，HNB、雾化电子烟、口含烟等新型烟草品类正接棒行业增量；缺乏正向变化的消费品赛道仅能提供红利收益，而非增长收益。
- **Q（经营质量）：经营质量驱动的估值重塑，扣非 ROIC 作为指标可真实还原企业回报。**以 PMI 为例，其 2012 年即开始布局新型烟草，但直至 2021 年资本市场才给予估值区间上移重估——核心原因在于新型烟草毛利率开始超越传统卷烟，收入结构优化带动整体毛利率与 ROE 中枢上行。其资本回报 经历了传统业务提效、无烟业务前期投入、IQOS 规模放量兑现、以及 Swedish Match 并购后修复的完整周期，高质量成长的兑现将转化为更高的估值中枢。
- **D（分红回报）：重点关注股息率稳定、经营质量优异的标的。**全球烟草龙头已形成成熟且稳定的高派息机制，PMI 已连续 17 年提升每股股息，当前股息率约 3%；BAT 连续 29 年实施现金分红，股息率中枢在 6%左右。分红再投资的复利效应显著放大长期总回报，2020-2025 年间 BAT、日本烟草、PMI 纯价格收益率分别为 29.07%、133.64%、88.29%，而计入股息再投资后累计收益率分别提升至 105.29%、231.34%、156.38%。

投资建议

全球新型烟草迈入扩容新周期，中国供应链企业有望深度分享海外放量红利。（1）中烟香港：中烟体系新型烟草出口独家平台，海外 HNB 放量与潜在国内政策放开构成双重期权，传统烟出口自营渠道占比提升驱动盈利质量持续改善。（2）思摩尔国际：雾化与 HNB 双赛道龙头，FDA 合规扩容打开雾化业务增长空间，BAT glo Hilo 全球铺货推动 HNB 收入爆发式增长。（3）华宝国际：新型烟草供应链平台升级，HNB 专用香精、口含烟香精及烟草薄片业务深度绑定国际烟草巨头。（4）盈趣科技：IQOS 核心 ODM 供应商，已形成从零件到整机完整生产闭环，雾化电子烟业务放量在即。

风险提示

监管政策波动；加热烟草推广及消费接受度不及预期；行业竞争加剧；汇率及原材料成本波动。

内容目录

一、增长型红利研究框架：安全边际、成长弹性、分红与经营质量 5
1.1.增长型红利研究框架：基于"不变中的变化"的选股体系 5
1.2.底部布局：低估值起点决定安全边际 6
1.3.久期延展：成长弹性 g 重构估值锚 7
1.4.分红确定：成熟派息机制锁定股东回报 11
1.5.估值中枢抬升：经营质量 Q 改善验证商业模式进阶 12
二、全球烟草龙头基本面与股价复盘：无烟转型路径分化与估值演绎 17
2.1.全球烟草三巨头概览 17
2.2.PMI 股价复盘：无烟转型先行者，HNB 与口含烟接力打开成长空间 19
2.3.BAT 股价复盘：雾化为基，HNB 与口含烟加码追赶 21
2.4.日本烟草股价复盘：本土筑基，Ploom 加码 HNB 突围 23
三、HNB 复盘：高壁垒铸就集中格局，龙头集中趋势明确 25
3.1.HNB 行业：减害与口感优势共振，高壁垒铸就集中格局 25
3.2.龙头公司布局：PMI 绝对领先，BAT 与 JT 加速追赶 25
3.3.技术路线对比：IQOS 系统成熟，glo 与 Ploom 迭代提速 26
3.4.头部集中趋势延续，PMI 生态优势稳固，BAT 增长强势 27
四、雾化复盘：合规收敛重塑雾化格局，龙头有望迎份额集中 27
4.1.雾化电子烟行业：监管分化与非法流通致格局分散，BAT 在合规市场优势凸显 27
4.2.雾化赛道三巨头布局分化：BAT 先发领跑，PMI 后发补位，JTI 战略收缩 28
4.3.技术迭代：陶瓷加热与智能控制加速融合，感应加热有望打开下一轮创新空间 28
4.4.产品形态&区域拓展一次性与换弹式并存，监管决定可推广边界 29
4.5.监管变量主导格局演变，合规龙头有望迎份额集中 30
五、口含烟：PMI 收购 ZYN 打造现代尼古丁袋，BAT Velo 布局提速 30
5.1.口含烟：技术变革催化新品类，新烟增速最快赛道 30
5.2.龙头布局：PMI 收购 ZYN 引领现代尼古丁袋发展，BAT Velo 战略升级 31
5.3.技术迭代：ZYN 干式小袋适配新型烟草用户，VELO 高湿软袋切中传统烟草转化 31
5.4.一超一强格局短期延续，竞争进入商业化能力比拼阶段 32
六、全球新型烟草红利释放，上游供应链迎来弹性成长机遇 32
6.1.中烟香港：中烟体系独家出海平台，传统烟盈利改善与 HNB 增量拓展并行 32
6.2.思摩尔国际：绑定海外烟草龙头，雾化与 HNB 业务高速成长 32
6.3.华宝国际：味觉型供应链平台，平台化生产能力覆盖新型烟草业务扩张 33
6.4.盈趣科技：HNB 烟具生产积淀丰厚，新烟格局生变成长加速 33
6.5.恒丰纸业：HNB 核心用纸供应商，绑定国际龙头释放供应链弹性 34

风险提示 34

图表目录

图表 1： 消费板块生命周期：渗透率 S 曲线和收益率倒 S 曲线 6
图表 2： 全球消费龙头涨跌幅（%）烟草领跑，烈酒/宠物/化妆品落后 6
图表 3： 烟草龙头疫情中估值处于低位，疫情后消费场景修复带动估值抬升 7
图表 4： 软饮龙头成长叙事缺失压制营收表现 8
图表 5： 第二增长缺失驱动软饮龙头估值下行 8
图表 6： 传统卷烟增长趋缓 9
图表 7： 传统卷烟仍占九成，新型烟草替代空间广阔 9
图表 8： 新型烟草接棒行业增量 9
图表 9： HNB 占据主导地位，新型烟草多品类格局形成 9
图表 10： 新型烟草估值差驱动 PMI-BAT 估值分化与阶段性修复 10
图表 11： PMI 新型烟草转型进度领先 10
图表 12： 新型烟草兑现能力差异带来利润率分化 10
图表 13： 传统卷烟市场集中趋势清晰（2025 年） 11
图表 14： 新型烟草海外巨头优势明晰（2025 年） 11
图表 15： 增长型红利板块常年维持较高股息率 11
图表 16： 增长型红利板块分红水平基本稳定 11
图表 17： PMI、BAT、日本烟草长期保持高股息 12
图表 18： PMI、BAT、日本烟草的 FCF 充沛 12
图表 19： PMI、BAT、日本烟草纯价收益率近年持续走高 12
图表 20： PMI、BAT、日本烟草含股息再投资收益率表现强劲 12
图表 21： 三大烟草龙头 ROIC 趋势改善支撑估值中枢抬升 13
图表 22： 增长型红利板块经营质量波动增长 13
图表 23： 经营利润率震荡上行支撑红利板块盈利改善 14
图表 24： 投入资本周转率波动向上增厚板块资本回报 14
图表 25： PMI 盈利能力持续提升，并购后资本周转效率逐步修复 15
图表 26： RAI 并购拖累 BAT 资本周转效率，盈利能力提升支撑 ROIC 修复 16
图表 27： JT 盈利能力修复支撑资本回报，投入资本周转率总体保持稳定 17
图表 28： 烟草巨头新型烟草布局历程，发展路径分化 18
图表 29： 新型烟草接棒收入增长 18
图表 30： BAT 减值与转型成本放大盈利波动 18
图表 31： 研发费用率受业务边界影响 19
图表 32： 全球供应链布局拉长库存占用 19

图表 33： 三大龙头应收周转对比 19
图表 34： 三大龙头应付周转对比 19
图表 35： IQOS 与 ZYN 接力增长，推动 PMI 进入估值新阶段 20
图表 36： BAT 股价二十年波段上行 22
图表 37： 新型烟草重塑日本烟草估值中枢 24
图表 38： HNB 持续放量，跃升新型烟草第一大品类 25
图表 39： 全球 HNB 市场格局 25
图表 40： PMI 先发优势稳固，BAT 依托 Hilo 加速追赶 26
图表 41： 电磁感应综合体验领先 27
图表 42： 全球雾化电子烟市场规模恢复稳步增长 28
图表 43： 全球雾化电子烟市场格局 28
图表 44： 全球口含烟市场规模有望延续高速增长态势 31
图表 45： 全球口含烟市场格局 31

下载日志已记录，仅供内部参考

一、 增长型红利研究框架：安全边际、成长弹性、分红与经营质量

1.1. 增长型红利研究框架：基于"不变中的变化"的选股体系

国金消费研究框架下，消费板块可划分为两大投资范式：新消费成长赛道与增长型红利赛道。

新消费成长赛道的核心策略是"变化中的不变"。这类企业多处于行业导入期或成长期早期，品牌渗透率快速提升。方法论层面，我们在《中美日消费变迁的启示：经济驱动动能转移，消费结构牛市渐起》报告中提出自上而下把握产业β、自下而上筛选个股α，从而锁定市占率快速跃升的标的的研究方法。由此我们提出功能价值、情绪价值、渠道变革、品牌出海四个细分赛道，并挖掘泡泡玛特等企业。

杠铃投资的另一端则是增长型红利，增长型红利的核心策略是"不变中的变化"。该类企业多处于行业成熟期，渗透率高、格局稳定、商业模式经充分验证，盈利确定性显著优于成长赛道。在行业增速平稳的背景下，进一步捕捉产品创新、格局优化、成本改善等边际变化带来的增量。

从行业生命周期视角看，经济发展与资本市场收益大致经历四个阶段：

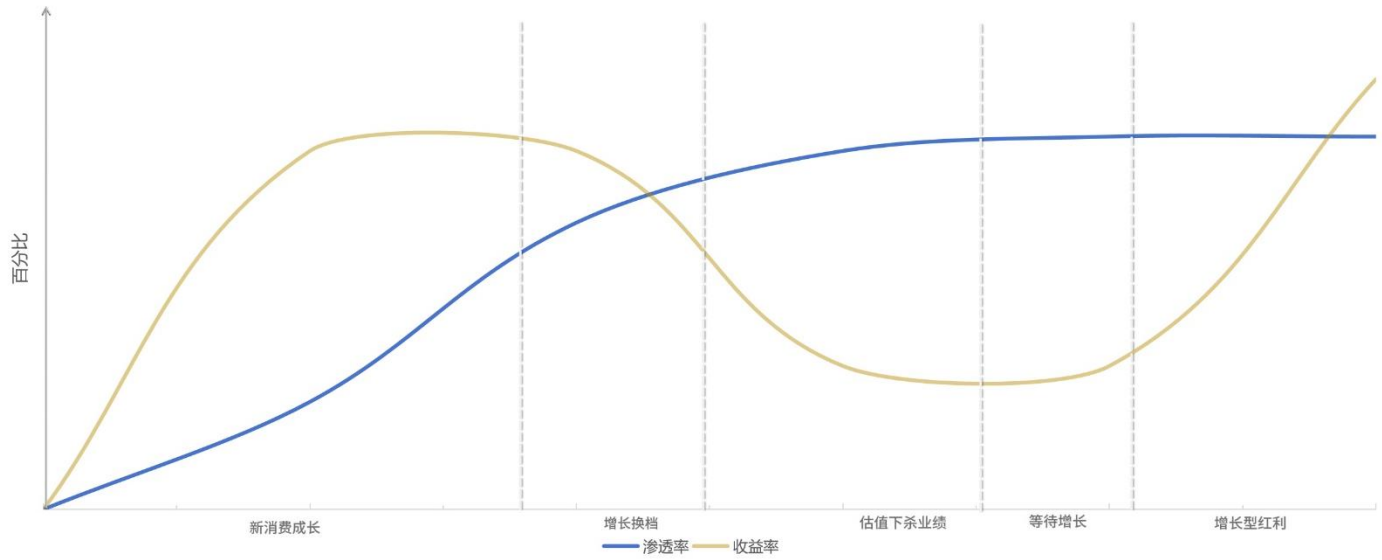
- 新消费成长阶段：该阶段处于行业早期，行业渗透率加速向上。导入期市场分歧较大，收益率漂移。随着企业收入快速扩张，收益率进入成长期。
- 增长换挡阶段：早期市场给予成长溢价，在业绩与估值的双重影响下，收益率增速较渗透率更高，提前见顶，此时达到增长换挡阶段。
- 估值下杀业绩：随着行业成长，增速放缓，企业通过价格战以利润换营收，出现供大于求的状况，随着市场调节，供给出清，龙头企业占据市场。
- 等待增长阶段：供给出清完成后，行业渗透率延续上行，但增长空间小，等待新的增长拐点出现，为增长型红利阶段铺垫。
- 增长型红利阶段：即行业成熟阶段。常见的增长型红利赛道，包括新型烟草、白酒、啤酒、家电、乳制品、软饮料、个护家居、休闲食品等。这些赛道的共性在于：

  股息派发能力稳定且呈持续上行趋势。典型如饮料龙头可口可乐，已连续 64 年提升股息，依靠稳健经营带来的充沛自由现金流支撑分红规模；百事可乐连续 54 年提升股息，且自由现金流充沛健康，自由现金流分红覆盖率维持在 70%以上；日化板块龙头保洁分红率稳定，股息连续 70 年增长；家电板块经过成熟期洗牌后，龙头现金流充裕、分红率持续提升。

  行业需求具备较强韧性，同时保留结构性的内生增长空间。一方面，终端需求具有抗周期属性，面对宏观因素扰动不会快速萎缩，如基础饮食、日常消费品等满足人类高频刚需的领域；另一方面，行业尚未完全进入存量博弈阶段，依托人口结构变迁与产品迭代创新，企业仍可挖掘新的业务增量，实现盈利温和扩张。以新型烟草为例，传统卷烟提供稳定现金流支撑高派息，加热不燃烧及尼古丁袋业务打开第二增长曲线。白酒龙头受益于品牌溢价与渠道掌控力，盈利波动小、派息意愿强，同时高端化与出海仍贡献增量。

  商业模式具备全球化扩张的普适性。企业产品与经营模式能够突破本土市场边界，适配不同区域的消费环境，借助本地化改造落地全球市场，打开新的盈利增量。如麦当劳在保持标准化快餐模式的基础上融入当地特色，在中国推出契合夜间消费场景的"麦麦夜市"，在印度设立全球独有的全素食门店，在德国提供啤酒及香肠，依靠本土化策略完成全球扩张；星巴克亦践行此路径，在中国深耕下沉市场并推出金桂系列等本土化饮品，在日本推出透明咖啡及在地食材限定产品，持续挖掘海外市场的增长潜力。

图表1：消费板块生命周期：渗透率S曲线和收益率倒S曲线

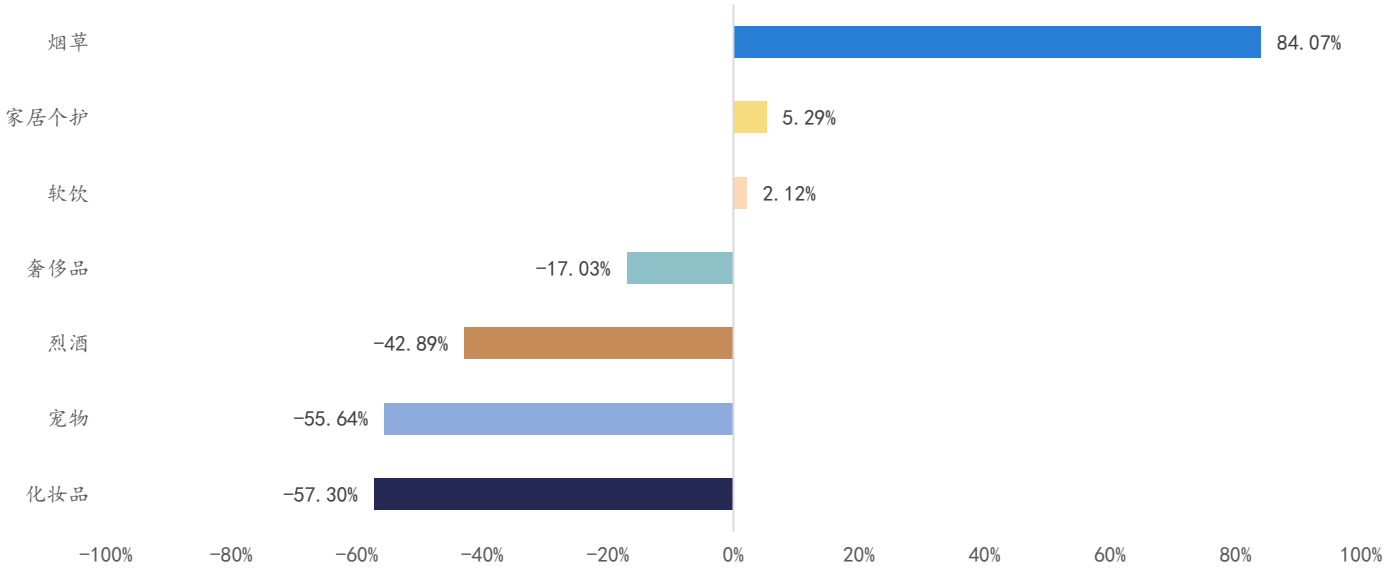


来源：国金证券研究所整理

本报告构建一套增长型红利选股体系，从四个维度捕捉长期价值创造机会。首先，低估值起点构筑充分的安全边际，在此基础上，从定价框架 PE=f(g,Q,r，D)出发（g：盈利增速与行业景气度，Q：经营质量，r：无风险利率，D：分红回报），剥离宏观因素主导的 r，将分析重心锚定于企业内生变量 g、D、Q。

本篇报告以烟草板块为增长型红利的研究范本。2020 年底以来，全球主要消费细分行业中，烟草巨头五年累计涨幅超越化妆品、软饮等传统板块，超额收益突出，领跑消费赛道。

图表2：全球消费龙头涨跌幅（%）烟草领跑，烈酒/宠物/化妆品落后



来源：ifind,国金证券研究所（注：选取消费细分行业龙头公司为样本，以 2020-12-31 为基期，基于 ifind 收盘价计算区间涨跌幅，取各行业公司涨跌幅中位数。选用龙头企业数据：菲利普莫里斯、BAT、日本烟草、Imperial Brands、奥驰亚集团；LVMH、爱马仕国际、Swatch 集团、开云集团；可口可乐、百事、怪物饮料、Keurig Dr Pepper；宝洁、联合利华、高露洁、利洁时；贵州茅台、帝亚吉欧、保乐力加、Campari、百富门；硕腾、IDEXX 实验室、Chewy、Freshpet；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、科蒂）

1.2. 底部布局：低估值起点决定安全边际

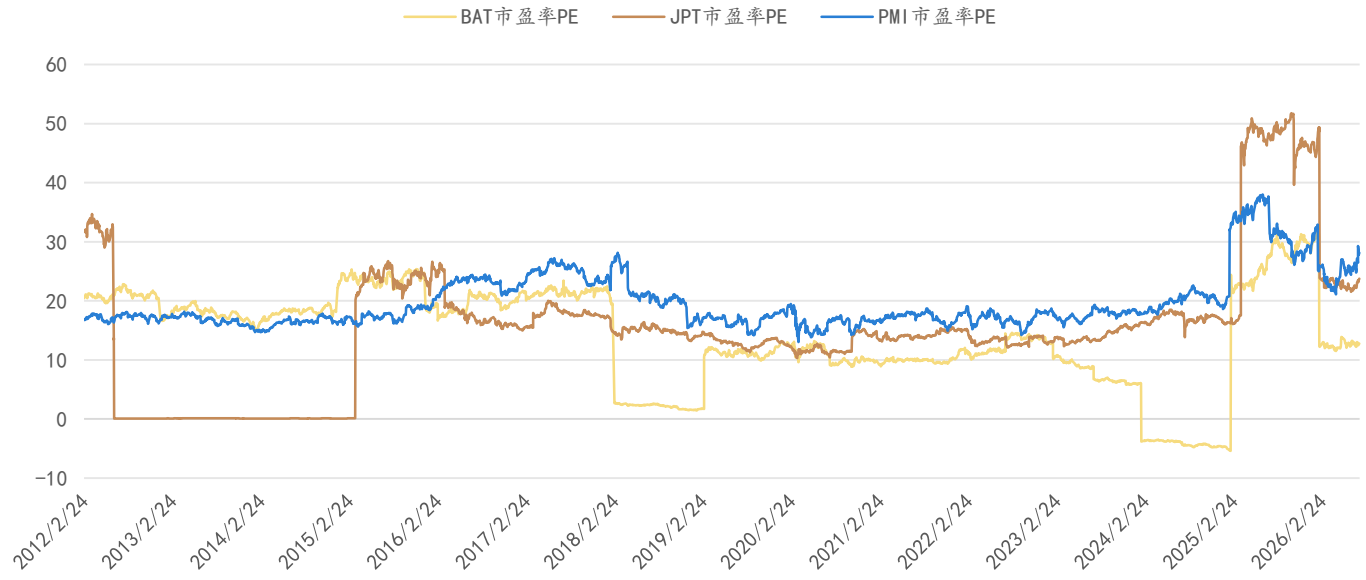
增长型红利消费估值运行区间整体相对有限，在估值中枢下沿布局标的，往往能够为后续

获取可观超额收益奠定基础。

以烟草为例，疫情冲击带来估值低位，为烟草龙头后续的估值均值回归创造了重要条件。2020 年底全球公共卫生事件宏观背景之下，个护等宅经济相关赛道充分享受场景红利，市场给予较高的估值溢价，也构筑后续估值下杀的基础；反观烟草板块，其消费高度依赖线下场景，市场对短期冲击过度定价，板块估值被打压至历史低位。但疫情仅仅是阶段性外部扰动，并不会颠覆行业长期运行逻辑。长期来看具备必然回归的基础，驱动板块完成从底部区间的估值均值回归：

- 全球消费子行业容量最大之一。按全球单一消费品口径，烟草拥有庞大的消费基数和成熟的商业体系，市场规模、利润池及可投资资产体量均位居消费行业前列。传统卷烟虽然已经进入成熟阶段，但市场规模仍保持稳步增长，为行业提供了深厚的存量基础。
- 消费行业中高频刚需最优。烟草具有稳定的消费频次、较高的品牌黏性和较强的需求韧性需求，受经济周期和短期消费环境波动的影响相对较小。
- 合法行业中成瘾性最强；尼古丁依赖使烟草需求在较长周期内难以消失，进而支撑龙头企业现金流的稳定性和估值的可持续性。
- 国际化能力强，可全球化拓展估值横向比较。烟草是全球性市场，英股、美股和日股均有代表性烟草上市公司，相关企业的业务及终端销售覆盖全球，为消费品估值提供相对清晰的参照系。

图表3：烟草龙头疫情中估值处于低位，疫情后消费场景修复带动估值抬升



来源：wind，国金证券研究所

除烟草外，其他处于估值底部赛道值得关注。

美妆赛道以欧莱雅为例：2022—2024 年，欧莱雅估值受行业与个股双重因素压制而跌至长期中枢下沿。大众彩妆赛道渗透率见顶，尾部品牌加速出清；核心北亚市场消费疲软；加息周期下估值持续收缩。但短期扰动美妆刚需属性和个股龙头壁垒。首先从行业底层逻辑看，美妆赛道具有刚需属性，特别是清洁、保湿等基础护肤产品。其次，内生增长逻辑仍在，市场需求拐点出现，2026 年上半年北亚市场复苏，高端美妆、皮肤科学赛道持续跑赢行业，修丽可、赫莲娜等高毛利品牌放量，大众线稳住份额。

烈酒赛道以帝亚吉欧为例：2022-2025 年行业需求、估值同步走弱，欧美烈酒市场渗透率见顶，叠加市场担忧中国市场长期需求下滑，板块估值持续压缩。现阶段多重修复拐点逐步落地。内部增长逻辑看，RTD 预调酒、高端精酿酒保持高速增长，对冲传统瓶装威士忌存量放缓；公司经营质量看，成本优化与组织改革促进利润修复，公司十亿欧元全球降本计划落地，利润修复预期明确。

1.3. 久期延展：成长弹性 g 重构估值锚

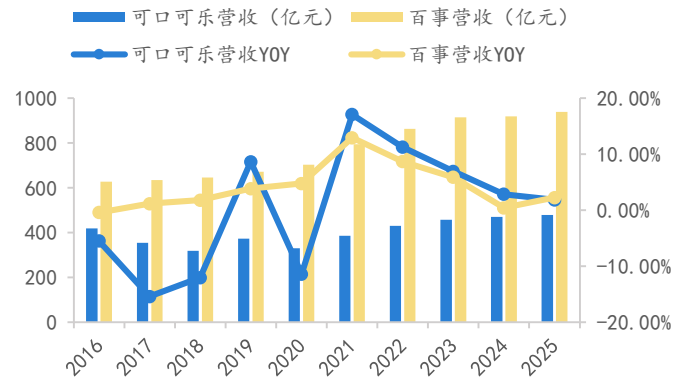
增长型红利框架下的选股，需要甄别仍具备长期叙事迭代、拥有行业内生增长逻辑的板块，

核心成长来源可归纳为新产品、新渠道、新品牌三大主线：新产品逻辑例如烟草赛道的新型烟草、消费电子领域的 AI+消费；新渠道逻辑例如渠道变革时期的永辉超市；新品牌逻辑赛道中潮玩品类本身长期存在，泡泡玛特作为新品牌完成行业价值重估。

以彩妆行业为例，在成熟存量见顶的大盘基础上，欧莱雅开辟医疗功效型护肤第二曲线，内生增长逻辑清晰。传统大众护肤仅作基础保湿，欧莱雅进一步深挖细分赛道价值，推出理肤泉 B5、适乐肤神经酰胺等新产品，在饱和美妆赛道开辟新需求。对比欧莱雅，雅诗兰黛旗下四大业务板块仅有香水实现小幅增长，集团增长高度绑定单一高端护肤品牌与香水线。香水具有奢侈品属性，属于强周期可选消费，当宏观消费需求走弱时会快速回落，不像皮肤科学刚需品类具备抗周期属性。2026 年集团做出裁员等决策推动利润修复，本身在业务上缺乏长期稳定的增长逻辑。

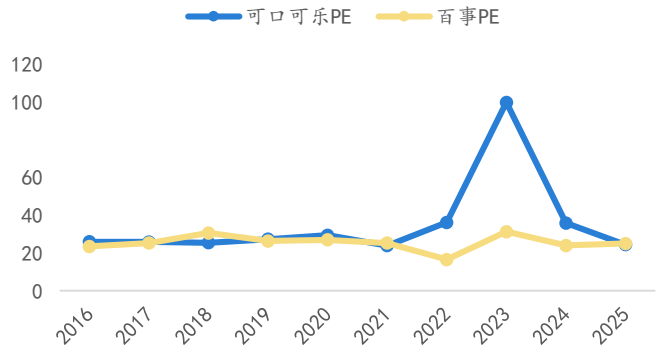
若成熟红利消费板块若缺少新产品、新渠道等新增叙事加持，内生增长逻辑便会逐步弱化。软饮板块的海外红利龙头可口可乐、百事为例，在缺乏有力第二增长曲线的阶段，行业传统主业增长中枢持续下移，企业盈利扩张空间受限，二级市场估值与股价同步承压。25 年可口可乐营收同比回落至 1.87%，同期 PE（TTM）估值中枢下行至 24.48 倍；百事营收同比回落至 2.25%，对应 PE(TTM)估值中枢下行至 25.04 倍，两家公司阶段股价均表现偏弱，印证红利资产的估值与股价高度绑定新增成长叙事的兑现能力。

图表4：软饮龙头成长叙事缺失压制营收表现



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：第二增长缺失驱动软饮龙头估值下行



来源：Wind，国金证券研究所

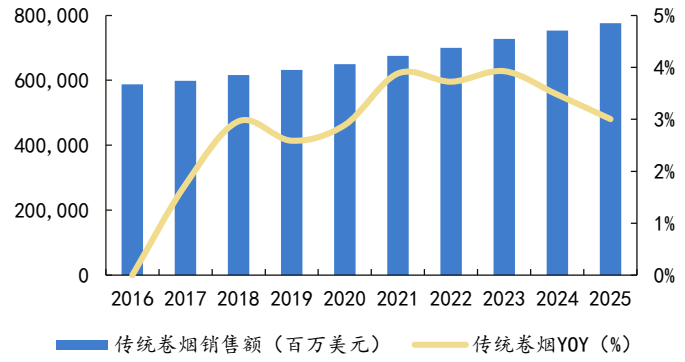
烟草板块最重要的变化来自新型烟草占比的提升带来的长期叙事重构，新的长线成长逻辑持续演绎。传统卷烟市场增速趋缓已成行业共识，而新型烟草产品具备缓慢坚定的长周期技术变革周期，行业整体还有向上增长动能。新型烟草行业前期需承担产品研发、产能建设、渠道铺设及全球合规认证等大规模资本开支，业务压力较大；但伴随用户渗透率提升，业务兑现后能够为企业带来新增量成长，带来显著估值弹性。

以 PMI 为例，公司于 2012 年开启 IQOS 相关研发投入，2012-2016 年持续将资源投向 IQOS 研发、科学验证、消费者培育等项目，相关费用与资本开支持续对利润形成阶段性压力；直至 2016 年 IQOS 正式商业化落地，2017-2021 年 IQOS 市场规模放量，新型烟草业务逐步进入回报期，无烟草分部实现盈利。IQOS 业务兑现后，用户增长带动 HTU 销量提升，前期研发等投入逐步转化为收入，规模扩张摊薄各项费用，无烟产品占比提升，为公司带来业绩与估值层面的双重助力。

BAT 的业务兑现节奏略慢于 PMI，公司早期资源主要向雾化产品 Vuse 倾斜，于 2017 年通过收购 RAI 将 Vuse 纳入体系加大雾化赛道资源投入，但受并购整合拖累，直至 2021 年之后，Vuse 等新型烟草业务才逐步进入兑现阶段。但雾化板块受美国市场非法雾化产品泛滥冲击，叠加美国 FDA 监管审批周期冗长的政策约束，业绩波动幅度较大。基于此，公司自 2025 财年起加大 HNB 业务资源投入，迭代推出 glo Hilo 新品，与 PMI 争夺高端用户；另一方面聚焦美国市场加码 Velo 口含烟，以 ZYN 为目标提速扩容。

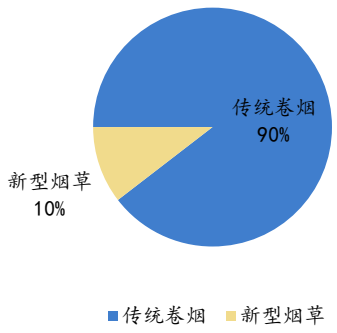
日本烟草兑现则更为滞后，公司布局启动时间更晚，2015-2020 年通过并购与 Ploom 培育扩大资本占用，Ploom 长期处于产品研发、产能建设与市场培育阶段；直至 2023 年后才持续加大 Ploom 的地域扩张、品牌建设与消费者获取投入，现阶段仍处于投入周期，尚未实现充分盈利兑现。2026 年，公司提出全力推进全球化扩张，计划在 2026-2028 年投入约 8,000 亿日元发展 RRP，目标到 2028 年在主要加热烟草市场取得 10%以上份额、实现 RRP 品牌贡献层面的盈亏平衡。

图表6：传统卷烟增长趋缓



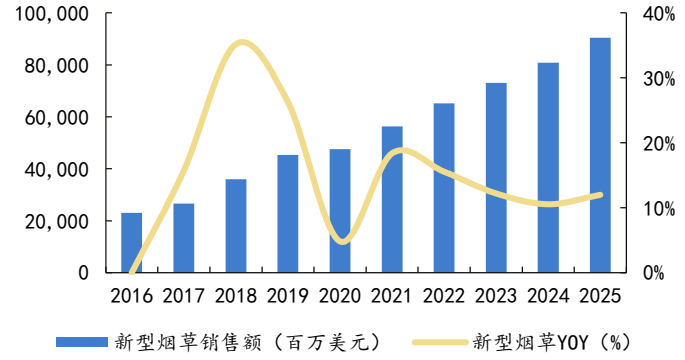
来源：欧睿，国金证券研究所

图表7：传统卷烟仍占九成，新型烟草替代空间广阔



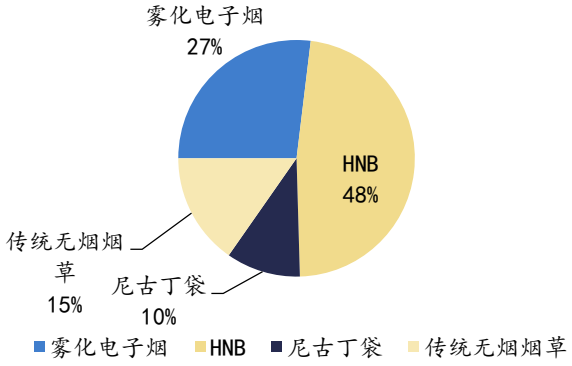
来源：欧睿，国金证券研究所

图表8：新型烟草接棒行业增量



来源：欧睿，国金证券研究所

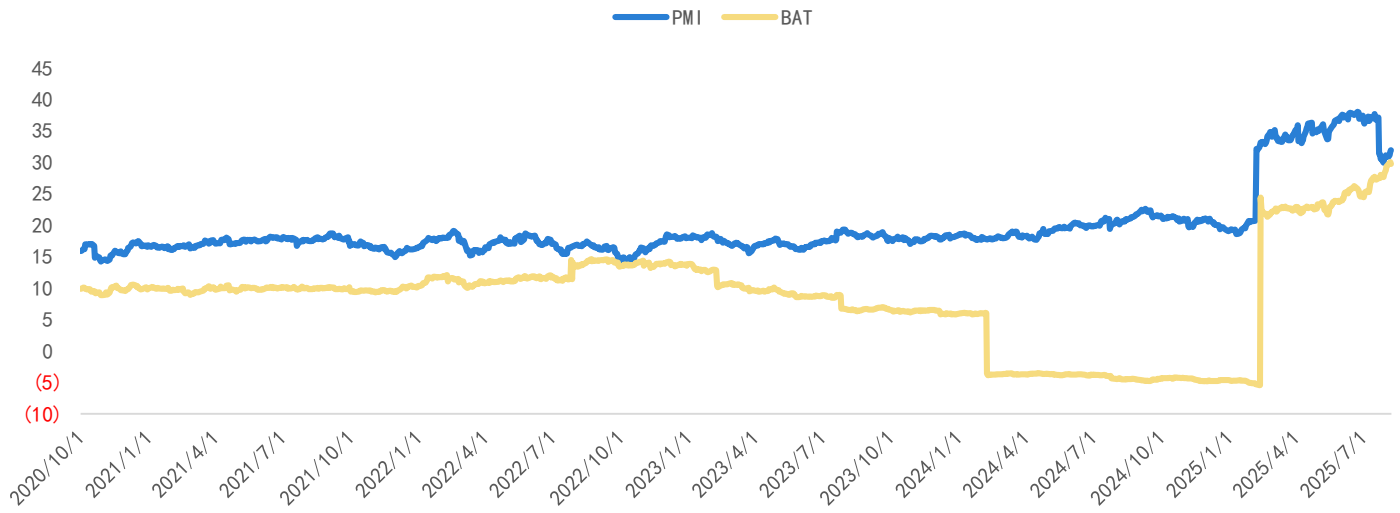
图表9：HNB 占据主导地位，新型烟草多品类格局形成



来源：欧睿，国金证券研究所

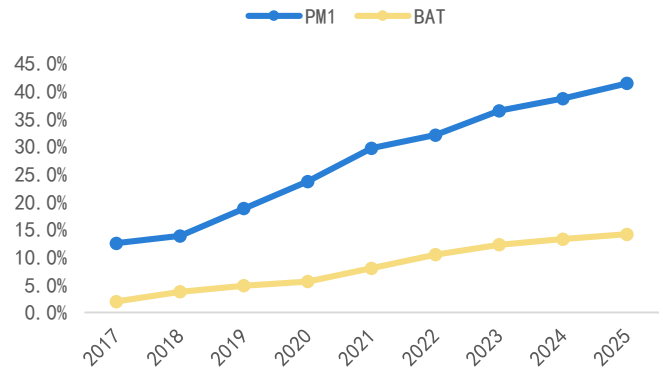
历史走势验证新型烟草是烟草板块的核心估值锚。BAT 本轮估值修复的核心驱动力来自新型烟草预期重估，而非传统烟草基本面改善。历史上 BAT 估值中枢约 10 倍，长期为 PMI 一半，反映市场对其新型烟草布局滞后的定价折价；2023-2024 年两者估值差扩大至历史极值。2025 年以来，随着 Velo 在美加速追赶、Vuse 受益于合规化、叠加 Fit2Win 改善组织效率，BAT 估值快速修复。2025 年下半年公司 HNB 新品 Glo 正式上市，产品定位对标 PMI 的 IQOS，市场对其实现份额突破形成较强乐观假设，推动估值阶段性冲高；但后续产品实际放量不及前期市场预期，前期乐观预期被证伪，驱动估值再度回落。

图表10：新型烟草估值差驱动PMI-BAT估值分化与阶段性修复



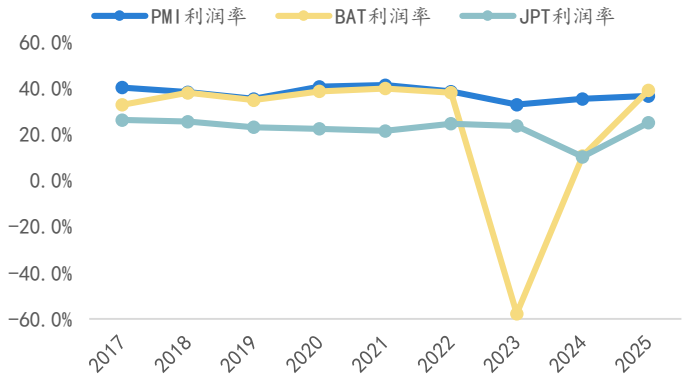
来源：Wind，国金证券研究所

图表11：PMI新型烟草转型进度领先



来源：Wind，国金证券研究所

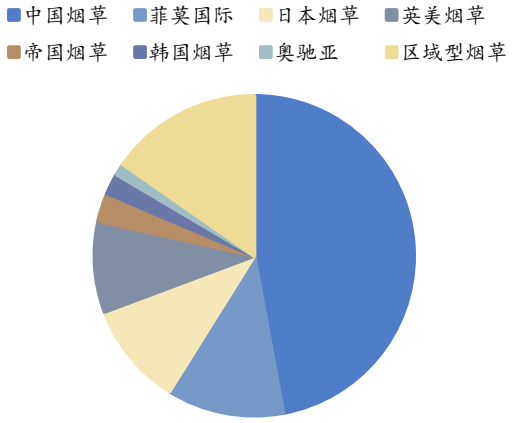
图表12：新型烟草兑现能力差异带来利润率分化



来源：Wind，国金证券研究所

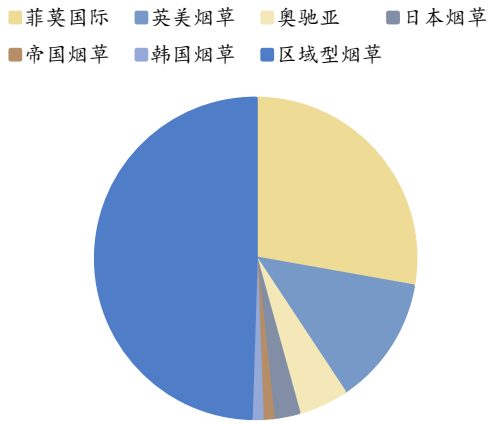
烟草行业长期呈现高度集中的竞争格局，核心源于监管壁垒与龙头规模优势的共振。监管层面，烟草产品从生产、销售到新型产品上市均需经过牌照许可、审批及持续合规管理，准入门槛较高；企业层面，龙头在品牌积淀、渠道网络、研发能力及供应链体系方面具备显著规模优势，新进入者难以形成有效竞争。双重壁垒之下，全球烟草市场长期由少数巨头主导，BAT、PMI、日本烟草等凭借全球化布局、成熟品牌矩阵及新型烟草研发储备占据主要市场份额，并持续引领行业发展方向。

图表13：传统卷烟市场集中趋势清晰（2025年）



来源：欧睿，国金证券研究所

图表14：新型烟草海外巨头优势明晰（2025年）

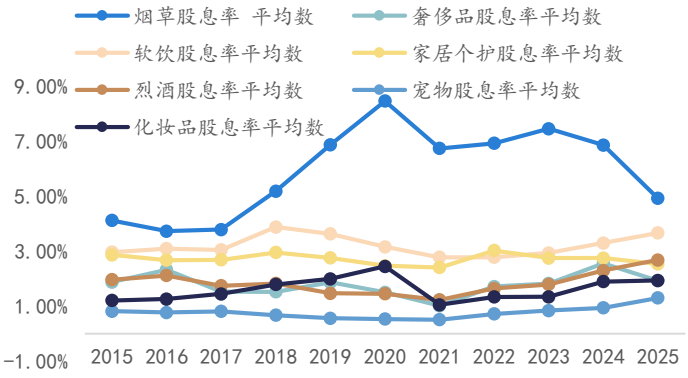


来源：欧睿，国金证券研究所

1.4. 分红确定：成熟派息机制锁定股东回报

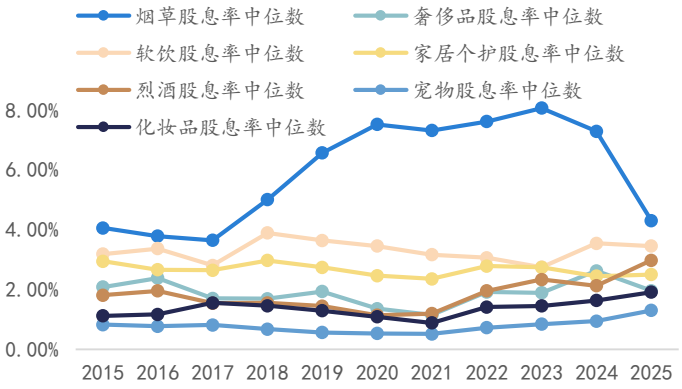
对于增长型红利赛道的投资研究，重点关注股息率具备稳定性、同时经营质量优异的标的。从历史数据观察，过去十年烟草、家居、个护、软饮、奢侈品、烈酒、宠物化妆品七大增长型红利板块，龙头样本公司板块平均股息率维持在 0.5%以上，板块股息率中位数维持在 0.5%以上。板块之间分红水平存在分化，烟草板块整体分红中枢显著高于其他消费板块。

图表15：增长型红利板块常年维持较高股息率



来源：Wind，国金证券研究所（注：选取消费细分行业龙头公司为样本，取各行业公司股息率平均数。选用龙头企业数据：菲利普莫里斯、BAT、日本烟草、Imperial Brands、奥驰亚集团；LVMH、爱马仕国际、Swatch集团、开云集团；可口可乐、百事、Keurig Dr Pepper；宝洁、联合利华、高露洁、利洁时；贵州茅台、帝亚吉欧、保乐力加、Campari、百富门；硕腾；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、科蒂）

图表16：增长型红利板块分红水平基本稳定



来源：Wind，国金证券研究所（注：选取消费细分行业龙头公司为样本，取各行业公司股息率中位数。选用龙头企业数据：菲利普莫里斯、BAT、日本烟草、Imperial Brands、奥驰亚集团；LVMH、爱马仕国际、Swatch集团、开云集团；可口可乐、百事、Keurig Dr Pepper；宝洁、联合利华、高露洁、利洁时；贵州茅台、帝亚吉欧、保乐力加、Campari、百富门；硕腾；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、科蒂）

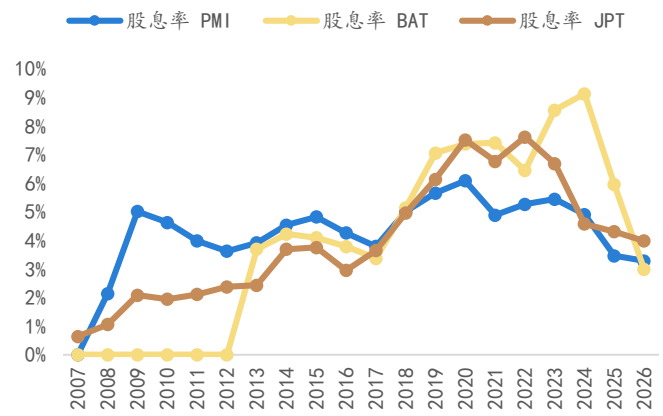
全球新型烟草核心龙头 PMI、BAT、JTI 均具备长期且稳定的高派息传统，且在盈利波动时期亦展现出较强韧性，已形成成熟且稳定的分红机制。PMI 已连续 17 年提升每股股息，当前股息率约 3%。BAT 连续 29 年实施现金分红，近 7 年股息持续增长，常规年份派息率约 65%－70%，股息率中枢在 6%左右，2024 年股息率一度攀升至 9%以上，仍维持了每股派息金额不削减。日本烟草长期维持高比例股东回报。近年来三家巨头近年来股息率基本维持在 3%-6%，在盈利波动周期中保持了目标派息率的相对稳定。

烟草龙头的长期投资价值由高分红的复利效应放大。2020-2025 年间，BAT、日本烟草、PMI 的纯价格收益率分别为 29.07%、133.64%、88.29%。若将股息持续再投资，复利效应将显著放大总回报；计入股息再投资后，三家公司累计收益率分别提升至 105.29%、

231.34%、156.38%，较纯股价收益实现翻倍以上增长。

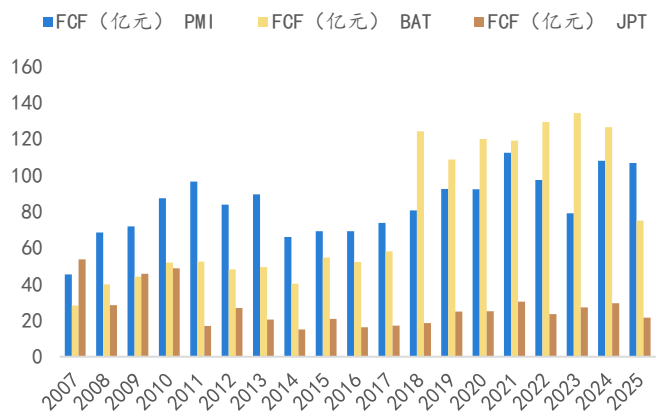
充沛、稳定性极强的现金流，为三大烟草龙头持续兑现高股息提供核心基本面支撑，其高派息为主动资本回报行为，并非利润承压下的被动透支分红。PMI/BAT/日本烟草 25 年的 FCF 分别为 106.64/74.77/21.44 亿美元，绝对值都在 20 亿美元以上，且近 6 年都在 20 亿美元以上，绝对规模可完全覆盖股息支出。其中 PMI 现金流规模稳居行业首位，现金储备充裕，BAT 降本增效有望持续抬升中长期现金中枢，日本烟草经营稳健性最优，资本开支审慎、现金流波动有限，近年 FCF 同比大幅改善。

图表17：PMI、BAT、日本烟草长期保持高股息



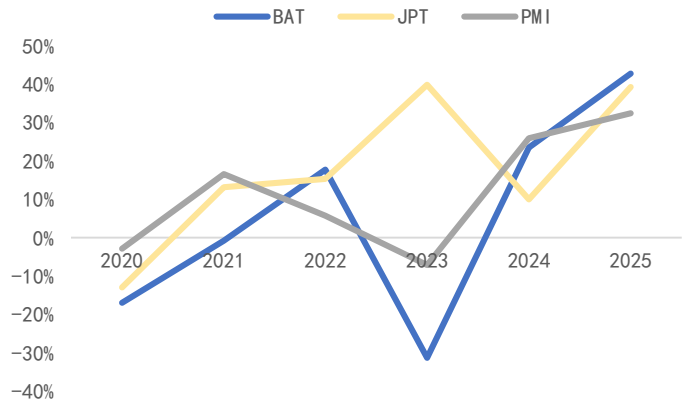
来源：Wind，国金证券研究所

图表18：PMI、BAT、日本烟草的 FCF 充沛



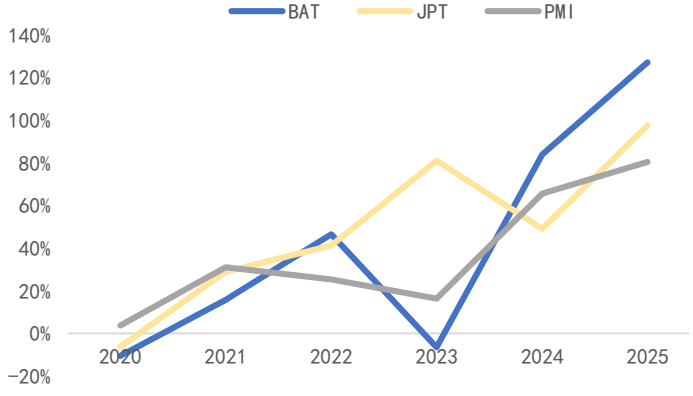
来源：Wind，国金证券研究所

图表19：PMI、BAT、日本烟草纯价收益率近年持续走高



来源：Wind，国金证券研究所

图表20：PMI、BAT、日本烟草含股息再投资收益率表现强劲



来源：Wind，国金证券研究所（注：含股息再投资收益率采用 T+0 测算口径，假设分红派发当日即将全部股息用于复投股票；测算过程未计入交易手续费、相关税费等交易摩擦成本，实际投资收益将存在一定偏离，但结果能够客观反映收益趋势，供分析对比使用）

1.5. 估值中枢抬升：经营质量 Q 改善验证商业模式进阶

增长型红利的超额收益不仅来自盈利增长（G）与股息回报（D），更来自经营质量改善驱动的估值重塑。我们以扣非 ROIC 作为经营质量的度量指标。经营质量虽可用 ROE 表征，但烟草龙头长期存在大额回购、重大并购及一次性损益，股东权益与净利润易受会计处理和资本结构扰动。相比之下，扣非 ROIC 同时涵盖股东与债权人的经营资本投入，更能反映企业真实的资本配置效率。

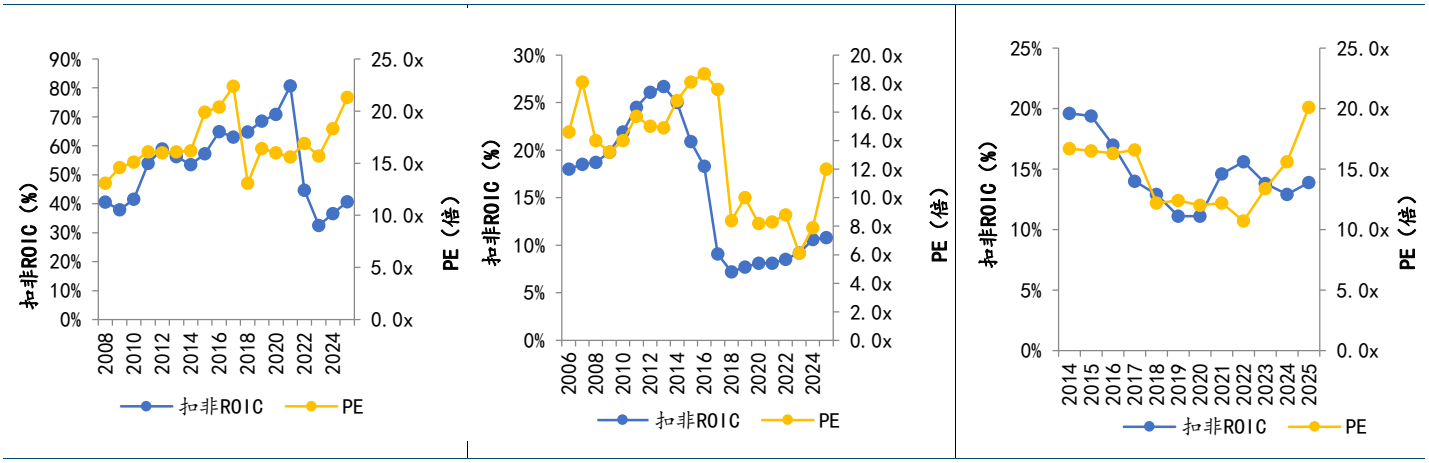
- 规避回购对 ROE 的机械放大。回购同时减少现金与股东权益，若以债务融资还会增加净债务。当权益持续收缩甚至转负时，ROE 可能脱离经营实质而失真（如 PMI 权益转

负后 ROE 失去经济含义）。ROIC 将净债务重新纳入资本分母，能够更稳定地衡量整体资本效率。

- 真实保留并购形成的资本占用。并购产生的商誉、品牌资产和新增债务会一次性纳入投入资本，ROIC 通常在交易完成后先降后升，严格检验并购是否真正创造价值。BAT 2017 年收购 RAI、PMI 2022 年收购 Swedish Match、JT 2024 年收购 Vector，均构成三家公司资本回报曲线的重要断点，ROIC 比 ROE 更能客观呈现这一消化过程。
- 提升利润口径的跨期可比性。我们以调整后 EPS 和 AOP 还原扣非利润，剔除重大减值、诉讼拨备、交易重估及异常税项，使分子更接近日常经营表现；同时 ROIC 保留历史并购形成的真实资本投入，避免资产减值后资本占用被机械抹去。

值得关注的是 ROIC 决定估值承受力，但不构成 PE 的单变量解释。ROIC 衡量企业创造经济利润的能力，决定估值中枢的基本面底线；而 PE 的年度波动还取决于增长久期、终值风险、监管环境、诉讼、杠杆及资本配置节奏。因此，扣非 ROIC 与 PE 并不要求逐年同步，但 ROIC 的趋势性改善是估值中枢系统性抬升的必要条件

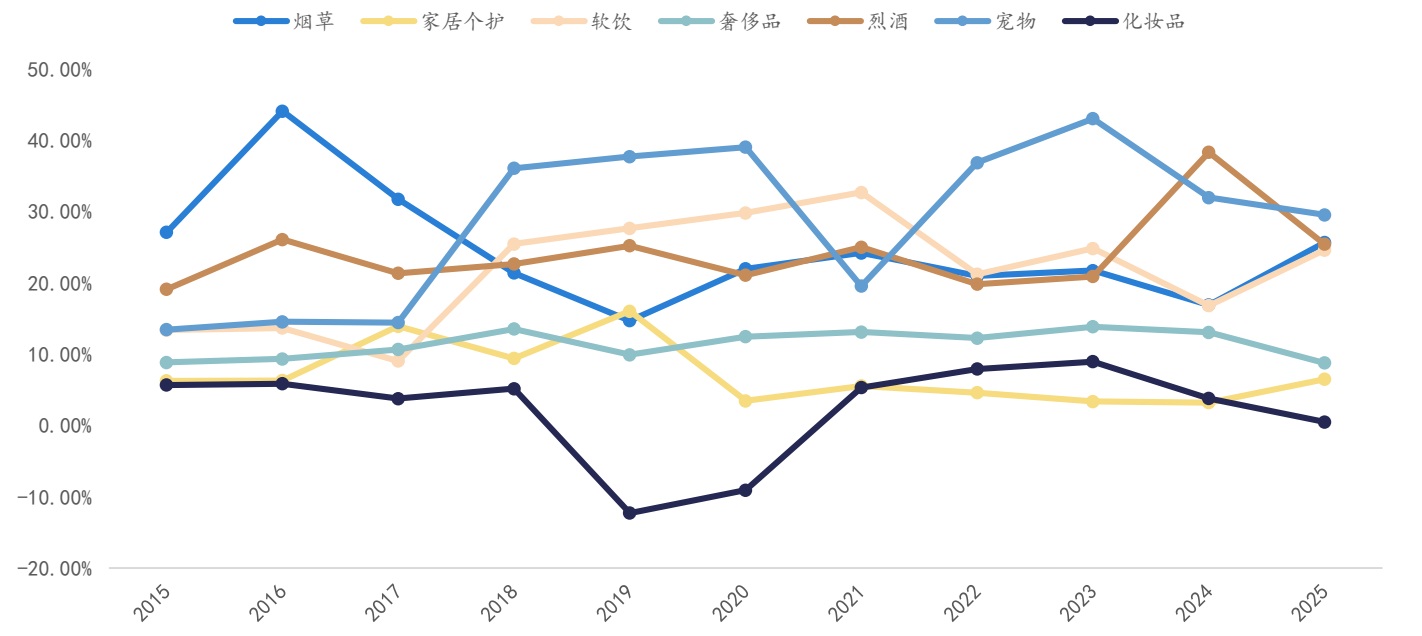
图表21：三大烟草龙头 ROIC 趋势改善支撑估值中枢抬升



来源：Wind，国金证券研究所

根据杜邦分析，扣非 ROIC 可推演为：扣非 ROIC=经营利润率×投入资本周转率；其中经营利润率=标准化 NOPAT÷营业收入，代体现公司经营利润能力，包括定价权强弱、成本费用控制效率，以及产品结构升级带来的盈利质量改善；投入资本周转率=营业收入÷平均投入资本，代表单位经营资本创造收入的效率，核心体现资产运营效率与资本配置节奏。

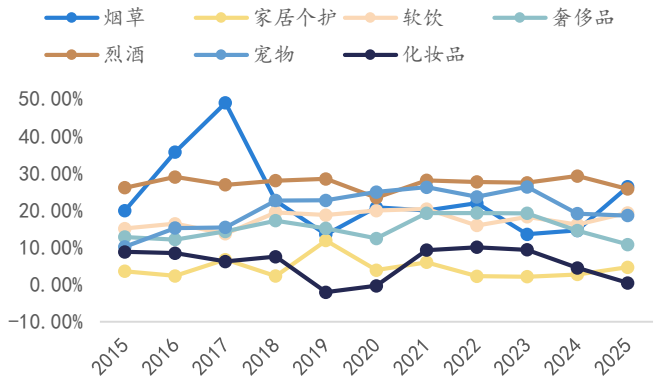
图表22：增长型红利板块经营质量波动增长



下载日志已记录，仅供内部参考

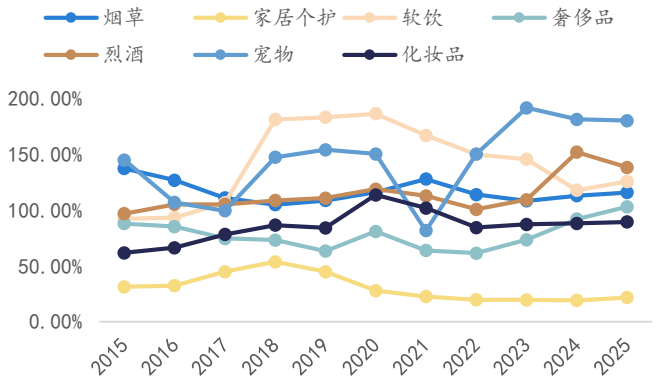
来源：Wind，国金证券研究所（注：选取消费细分行业龙头公司为样本，取各行业龙头公司平均值。选用龙头企业数据：菲利普莫里斯、BAT、日本烟草、Imperial Brands、奥驰亚集团；LVMH、爱马仕国际、开云集团；可口可乐、百事、怪物饮料、Keurig Dr Pepper；宝洁、联合利华、高露洁、利洁时；帝亚吉欧、百富门；硕腾、IDEXX 实验室、Freshpet；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、科蒂）

图表23：经营利润率震荡上行支撑红利板块盈利改善



来源：Wind，国金证券研究所（注：选取消费细分行业龙头公司为样本，取各行业龙头公司平均值。选用龙头企业数据：菲利普莫里斯、BAT、日本烟草、Imperial Brands、奥驰亚集团；LVMH、爱马仕国际、Swatch 集团、开云集团；可口可乐、百事、怪物饮料、Keurig Dr Pepper；宝洁、联合利华、高露洁、利洁时；贵州茅台、帝亚吉欧、保乐力加、百富门；硕腾、IDEXX 实验室、Freshpet；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、科蒂）

图表24：投入资本周转率波动向上增厚板块资本回报



来源：Wind，国金证券研究所（注：选取消费细分行业龙头公司为样本，取各行业龙头公司平均值。选用龙头企业数据：菲利普莫里斯、BAT、日本烟草、Imperial Brands、奥驰亚集团；LVMH、爱马仕国际、开云集团；可口可乐、百事、怪物饮料、Keurig Dr Pepper；宝洁、联合利华、高露洁、利洁时；帝亚吉欧、百富门；硕腾、IDEXX 实验室、Freshpet；欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、科蒂）

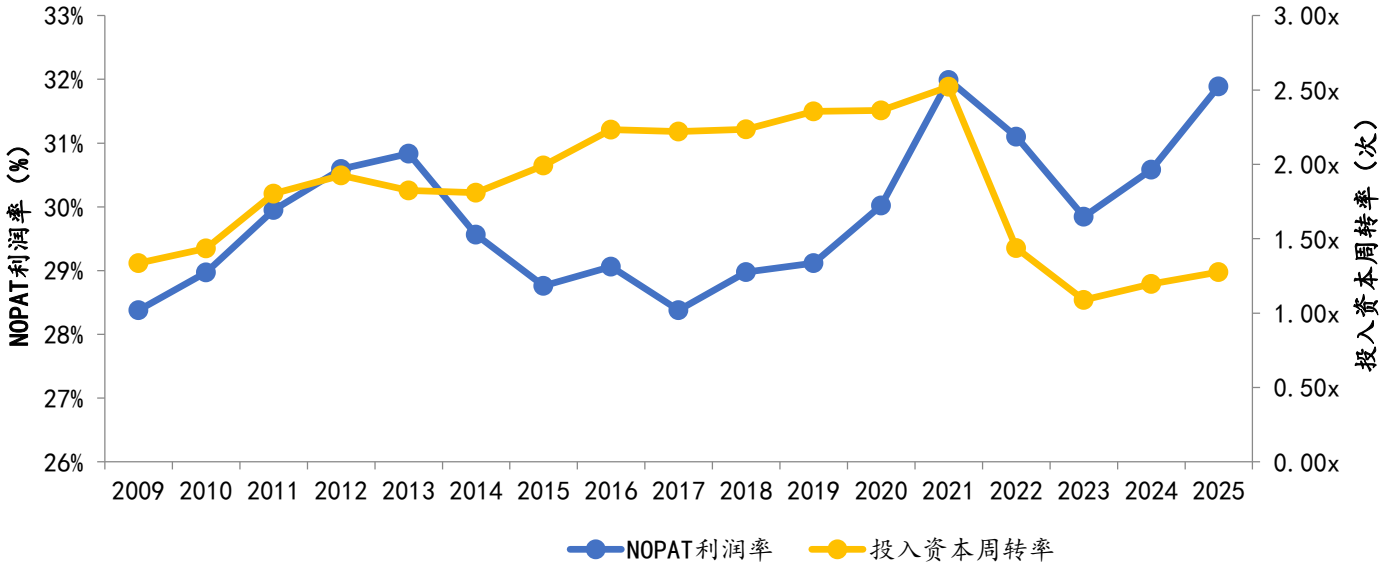
菲莫国际（PMI）：无烟增长逐步向 ROIC 兑现

- 2008—2011 年：核心品牌提价与经营提效推动 ROIC 上行。PMI 依托核心品牌定价、新兴市场扩张、产品结构优化和生产率提升扩大经营利润。传统卷烟增长主要复用既有品牌、产能和分销体系，收入增长快于资本投入，带动 NOPAT 利润率与投入资本周转率同步改善，扣非 ROIC 由约 41%升至 54%。
- 2012—2016 年：IQOS 前期投入压制短期盈利，传统业务维持资本回报底盘。公司持续投入 IQOS 研发、科学验证、产能建设、市场准入及消费者培育，相关费用和资本投入先于收入确认，对利润率形成阶段性压力。传统卷烟则通过提价、品牌组合优化和供应链提效维持稳定的利润与现金流，支持公司承担无烟转型投入。该阶段 ROIC 保持高位，反映传统业务的资本回报基础未被转型投入明显削弱。
- 2017—2021 年：IQOS 规模放量，前期投入进入回报期。IQOS 随着市场覆盖扩大、用户增长和 HTU 销量提升，前期研发、产能及渠道投入逐步转化为收入，规模扩张摊薄制造、营销等费用。无烟产品占比提升、传统卷烟提价及有利的产品组合共同改善盈利能力；收入增长快于新增资本投入，则推动投入资本周转率同步提高。2021 年 HTU 销量增长 24.8%，无烟产品贡献调整后收入的 29.1%，调整后经营利润率同比提高 1.8 个百分点，扣非 ROIC 升至阶段高点。
- 2022—2025 年：Swedish Match 并购重置资本基数，ZYN 与 IQOS 推动 ROIC 修复。收购 Swedish Match 使 ZYN 等口含烟资产进入公司体系，同时新增商誉、品牌资产、客户关系和并购债务。资本分母一次性扩大，而收入协同和利润释放需要时间，投入资本周转率明显下降，推动 ROIC 阶段性回落。此后，ZYN 在美国快速增长，IQOS 继续扩大市场覆盖，无烟产品的增长和产品组合改善推动利润提升。其中，IQOS 贡献加热烟增长，ZYN 成为美国口含烟业务的主要驱动力，VEEV 则补充电子烟产品矩阵。收入增长逐步消化并购形成的资本占用，投入资本周转率随之修复。2023 年美国 ZYN 出货量同比增长 78.2%，2025 年无烟产品收入占比达到 41.5%，表明并购资产正逐步转化为收入和利润。

PMI 的资本回报经历了“传统业务提效—无烟业务投入—IQOS 规模兑现—并购后修复”的过程。后续 ROIC 提升主要取决于 ZYN、IQOS 等无烟产品能否继续改善产品结构和利润率，

以及收入增长能否进一步消化并购形成的资本占用。

图表25：PMI 盈利能力持续提升，并购后资本周转效率逐步修复



来源：Wind，国金证券研究所

英美烟草（BAT）：并购重置资本回报，去杠杆和无烟新品盈利推动修复

- 2006—2013 年：提价、品牌集中与生产率提升共同推升 ROIC。全球卷烟行业销量已进入缓慢下行阶段，BAT 的增长并非主要依靠销量扩张，而是通过价格提升、产品结构升级和重点品牌份额增长扩大收入与利润。公司将资源集中于 Dunhill、Kent、Lucky Strike 和 Pall Mall 等全球重点品牌，利用统一的品牌平台、生产体系和分销网络扩大销售，降低业务复杂度并释放规模效应。2013 年公司价格组合贡献约 7%，全球重点品牌销量和份额继续增长，系统标准化及成本改善推动经营利润率进一步提升。由于收入和利润增长主要依托既有资产，新增资本需求相对较低，利润率与投入资本周转率同步改善，推动 ROIC 升至阶段高位。

- 2014—2016 年：传统业务利润率延续改善，但连续资本运作率先拖累周转效率。这一阶段 BAT 的提价、品牌组合和成本效率仍然稳健，经营利润率并未明显恶化；ROIC 回落主要来自资本分母扩张。公司为配合 RAI 收购 Lorillard 投入约 47 亿美元维持其在 RAI 的持股比例，并先后完成 Souza Cruz 少数股权收购、克罗地亚 TDR 收购及 Ten Motives 等新型烟草资产布局。Souza Cruz 和 TDR 均为传统卷烟资产，分别强化巴西及中东欧市场布局；Ten Motives 则补充英国电子烟渠道。同期，BAT 还收购波兰电子烟企业 CHIC Group，并于 2016 年推出自主研发的加热烟平台 glo。上述交易扩大了商誉、无形资产和净债务，但新增资产的收入贡献需要经过整合才能释放，导致投入资本增长快于收入。2016 年净债务进一步升至约 168 亿英镑，投入资本周转率持续下降，成为 ROIC 从高位回落的主要原因。

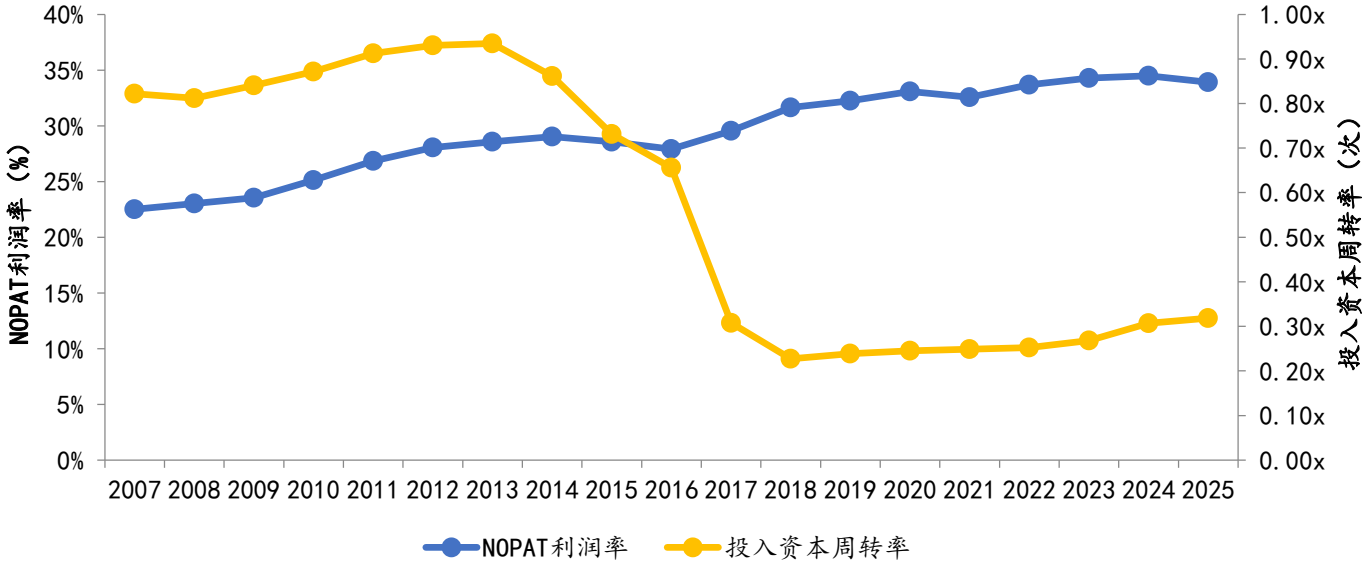
- 2017—2020 年：RAI 并购重置资本基数，高利润美国业务尚不足以抵消资本扩张。2017 年 BAT 以约 418 亿英镑收购尚未持有的 RAI 股权，获得 Newport、Camel、Natural American Spirit 等美国品牌及更完整的美国渠道布局。RAI 同时将 Vuse 电子烟及美国口含烟业务纳入 BAT 体系，进一步补强公司在蒸汽电子烟和口含烟领域的产品与渠道能力。交易显著扩大了集团利润规模和美国市场敞口，但也带来大额品牌资产、商誉和债务：集团借款由 2016 年的约 195 亿英镑增至 2017 年的约 495 亿英镑。资本分母一次性扩张，而收入和协同仅从并购完成后开始贡献，投入资本周转率出现结构性下降，ROIC 中枢随之下移。并购后的美国业务具备较强定价能力和利润率，但传统卷烟销量持续下降，价格增长更多用于抵消销量压力，而非形成与资本基数相匹配的收入扩张。因此，集团虽然保持较强盈利和现金创造能力，但新增资本未能形成足够高的周转效率，ROIC 在 2018—2020 年维持低位。

- 2021—2025 年：传统业务稳住利润和现金流，新类别由规模扩张转向贡献利润。2021 年以后，ROIC 修复来自三个方面。第一，传统卷烟继续通过价格组合对冲销量下降，

并利用美国及新兴市场的品牌基础维持利润和现金流。第二，Quantum 等效率项目持续压降成本，2021 年即实现约 5.95 亿英镑成本节约，为新品投入和利润增长提供空间。第三，强劲现金流用于偿还并购债务，杠杆率于 2021 年降至约 3 倍，资本结构逐步修复。2023 年新类别业务提前两年实现贡献利润转正，意味着销量和毛利已能够覆盖直接研发、制造、营销及渠道成本；2024—2025 年，公司进一步将资源集中于利润池更大、监管环境更清晰的市场，Velo 增长、Vuse 经营改善以及供应链优化推动新类别贡献利润率持续提升。其中，Vuse 和 Velo 逐步进入利润兑现期，glo 仍处产品升级阶段。2025 年 BAT 加大 glo Hilo 上市推广，并启动 Fit2Win 组织精简及降本计划，以成本节约对冲新品投入，支撑 NOPAT 利润率改善。

BAT 后续 ROIC 能否进一步修复，取决于 Vuse、Velo 和 glo 的贡献利润能否持续提高，以及去杠杆和资本投入聚焦能否推动收入、NOPAT 增长继续快于投入资本。

图表26：RAI 并购拖累 BAT 资本周转效率，盈利能力提升支撑 ROIC 修复



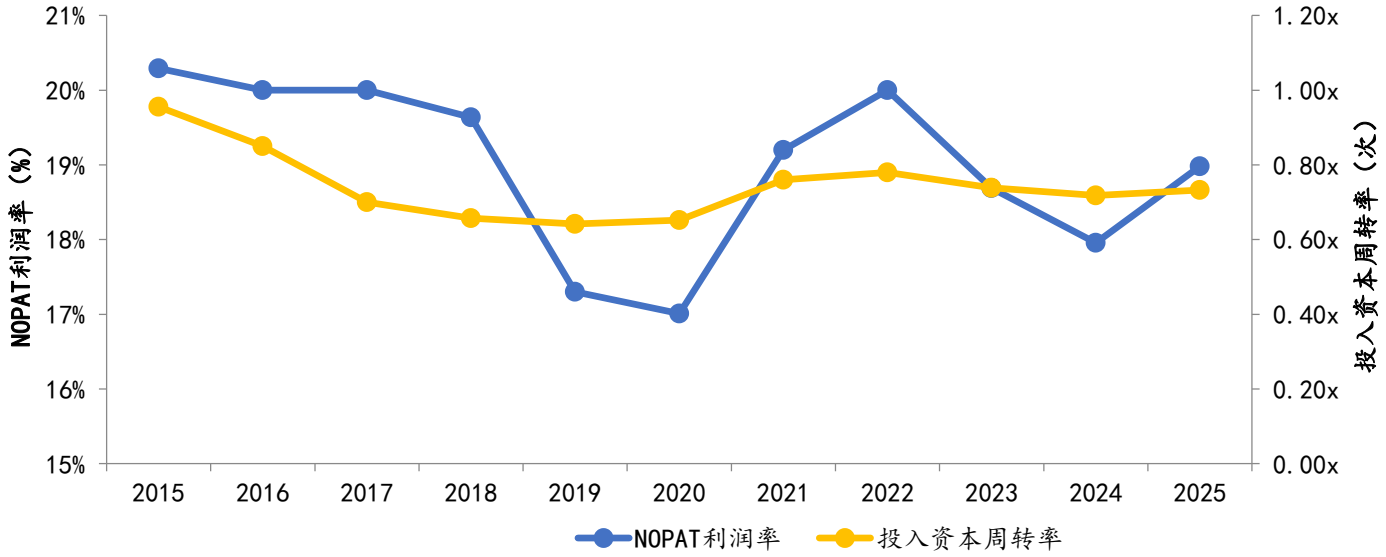
来源：Wind，国金证券研究所

日本烟草：传统业务维持经营韧性，新型烟草回报仍待验证

- 2015—2020 年：海外并购与 Ploom 培育扩大资本占用，ROIC 持续承压。JT 先后收购 Natural American Spirit 等资产，以扩大国际市场覆盖，但也增加了商誉、无形资产、债务和营运资本。部分新增业务尚处整合阶段，收入贡献未能及时覆盖资本扩张，投入资本周转率持续下降。同期，日本等成熟市场卷烟销量承压，Ploom 仍处产品研发、产能建设和市场培育阶段，相关投入先形成费用和资本占用，而用户规模及耗材收入尚不足以摊薄成本，利润率和周转率共同承压。
- 2021—2022 年：国际可燃烟提价与份额提升推动 ROIC 修复。Winston、Camel 等全球旗舰品牌份额改善，叠加持续提价和成本控制，推动收入与经营利润恢复。由于增长主要依托既有卷烟品牌、产能和渠道，新增资本需求相对有限，收入增长快于投入资本，周转效率随之改善。该阶段 ROIC 修复主要由传统烟草业务驱动，Ploom 尚未成为主要利润来源。
- 2023—2025 年：Ploom 加速扩张叠加 Vector 并购，利润改善先于资本效率兑现。JT 持续加大 Ploom 的地域扩张、品牌建设和消费者获取投入。2024 年 Ploom 覆盖进一步扩大，但扩张费用仍对短期利润形成压力。同期收购 Vector（Vector 为美国传统卷烟公司，核心烟草业务由 Liggett 运营，旗下包括 Montego、Eagle 20's 等品牌；该交易主要补强传统卷烟，而非收购新型烟草资产）使 JT 进入美国高利润卷烟市场，并扩大收入和利润基础，但商誉、债务及相关资本先进入报表，投入资本周转率短期承压。传统卷烟份额提升、提价和成本控制支撑利润恢复，使 2025 年 ROIC 有所改善，但资本周转效率尚未明显上升。

当前传统烟草仍是日本烟草利润、现金流和股息的主要来源，关注 Ploom 盈利能力拐点。

图表27：JT盈利能力修复支撑资本回报，投入资本周转率总体保持稳定



来源：Wind，国金证券研究所

二、 全球烟草龙头基本面与股价复盘：无烟转型路径分化与估值演绎

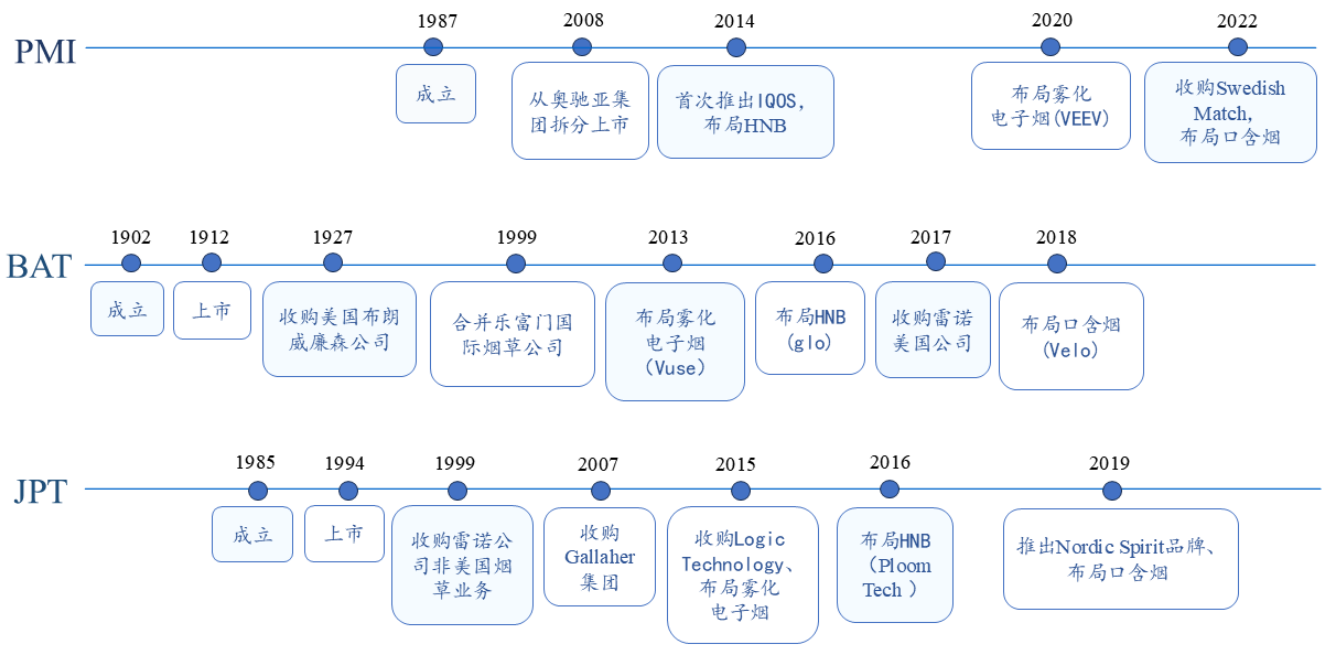
2.1. 全球烟草三巨头概览

菲莫国际（PMI）1987 年注册成立，2008 年从奥驰亚集团分拆独立并在纽交所上市。公司传统烟草以万宝路为核心品牌，优势市场集中于西欧、亚太地区，依靠成熟分销网络在数十个国家占据卷烟市场首位。面对全球控烟趋严、减害需求提升的行业趋势，PMI 在独立后确立全面无烟转型战略，并于 2014 年在日本和意大利率先启动 IQOS 的商业化试点销售，2016 年起大规模推广，正式切入新型烟草赛道。公司采用单点突破、再全面补齐的发展策略，先聚焦 HNB 业务，依靠 IQOS 确立全球领先优势。2020 年布局 VEEV 雾化电子烟赛道，并在 2022 年通过收购瑞典火柴 Swedish Match 获得 ZYN 尼古丁口含袋品牌，正式完成新型烟草全品类布局，全力打造以 HNB 为主的、多品类并进的新型烟草矩阵。

英美烟草（BAT）1902 年成立，1912 年于伦敦证券交易所上市。传统卷烟领域，公司拥有登喜路、乐富门等品牌，优势分布于拉美、非洲、中东亚太等新兴市场。公司较早启动新型烟草研发，坚持全品类布局，分别打造 Vuse 雾化、glo 加热不燃烧、Velo 口含烟三条产品线，但旗下 HNB 业务长期受制于菲莫国际的 IQOS。其中，雾化板块 Vuse 表现相对更佳，却受美国市场非法雾化产品泛滥冲击，叠加美国 FDA 监管审批周期冗长的政策约束，业务增长持续承压，业绩波动幅度较大。基于此，公司自 2025 财年起加大 HNB 业务资源投入，迭代推出搭载石英红外加热技术的高端旗舰机型 glo Hilo 新品，与 PMI 争夺高端用户；另一方面聚焦美国市场加码 Velo 口含烟，以 ZYN 为目标提速扩容。

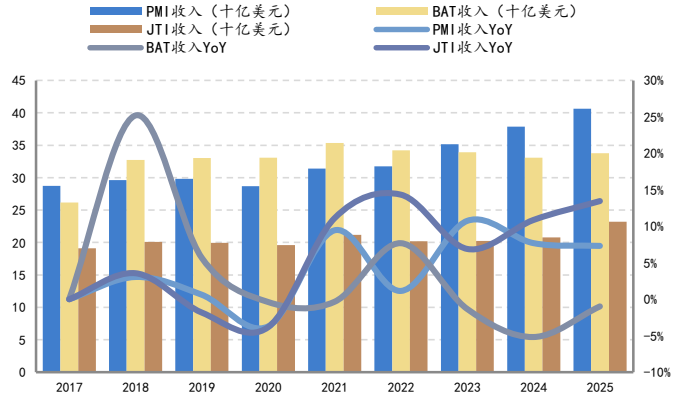
日本烟草 1985 年由日本专卖公社改制成立，1994 年于东京证券交易所上市。传统烟草板块，公司 1999 年收购雷诺国际，获得云斯顿、骆驼、沙龙三大品牌除美国本土以外的全球经营权，叠加本土旗舰品牌七星，成为全球第三大跨国烟草公司。新型烟草方面，受日本本土法规限制，雾化电子烟、尼古丁口含烟均未完成合规许可，仅加热不燃烧 HNB 被纳入合规监管范畴，这使得公司早期资源更多向 HNB 倾斜，其余新型烟草品类布局起步相对偏晚。该监管约束仅作用于日本本土市场，面向海外市场，公司依然开展雾化、口含烟业务的商业化布局。初代 Ploom 最早由外部创业公司开发，公司于 2015 年收购知识产权后，持续迭代出 Ploom TECH 等系列产品，在本土 HNB 市场维持第二梯队，仅次于 PMI 的 IQOS。2026 年，公司提出全力推进全球化扩张，计划至 2028 年前投入 8000 亿日元加码新型烟草业务，通过战略资本投入与持续产品创新强化品牌竞争力，致力于将 Ploom 打造为继可燃卷烟之后的第二增长引擎。

图表28：烟草巨头新型烟草布局历程，发展路径分化



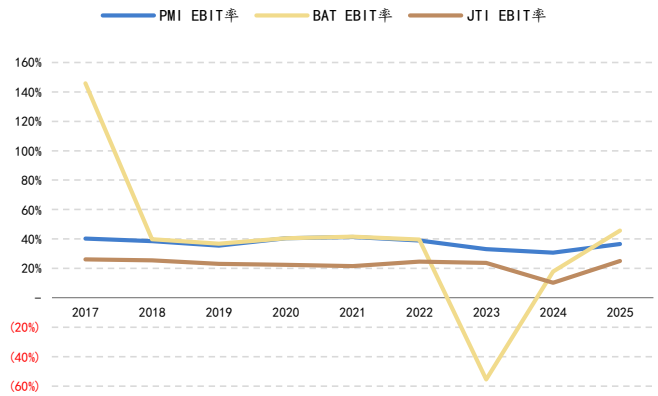
来源：PMI、BAT、日本烟草公司官网及历年综合报告及投资者材料、国金证券研究所

图表29：新型烟草接棒收入增长



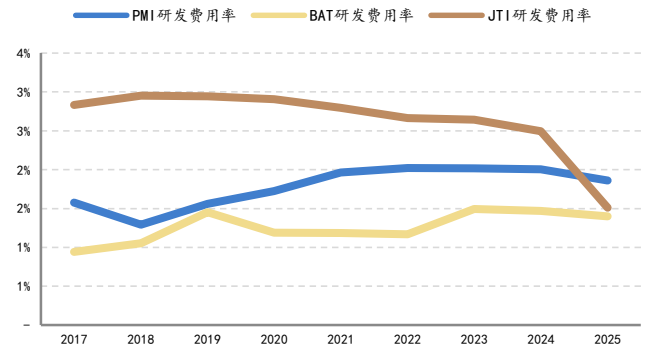
来源：wind，国金证券研究所

图表30：BAT减值与转型成本放大盈利波动



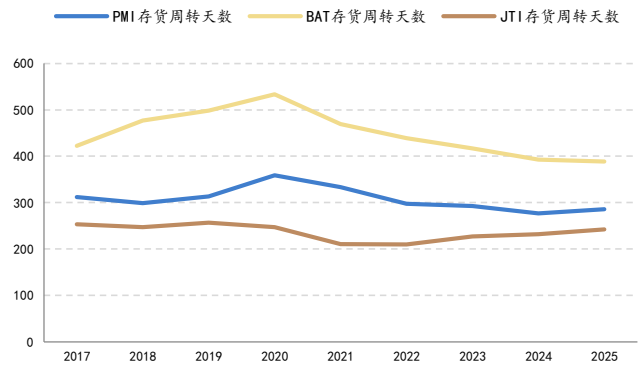
来源：wind，国金证券研究所

图表31：研发费用率受业务边界影响



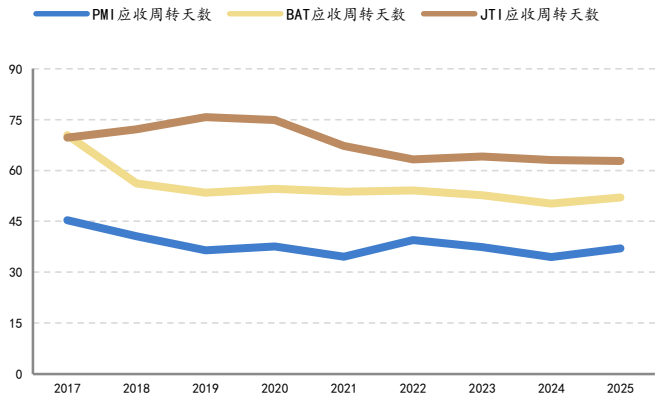
来源：wind、PMI、BAT、日本烟草年度报告与业绩公告，国金证券研究所

图表32：全球供应链布局拉长库存占用



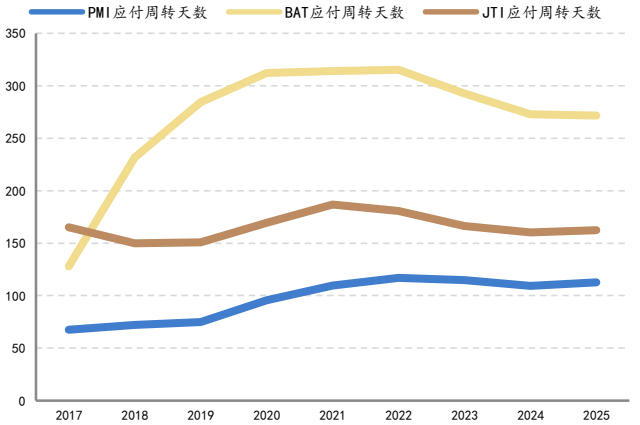
来源：wind、PMI、BAT、日本烟草公告，国金证券研究所

图表33：三大龙头应收周转对比



来源：wind，国金证券研究所

图表34：三大龙头应付周转对比



来源：wind，PMI、BAT、日本烟草年度报告与业绩公告，国金证券研究所

2.2. PMI 股价复盘：无烟转型先行者，HNB 与口含烟接力打开成长空间

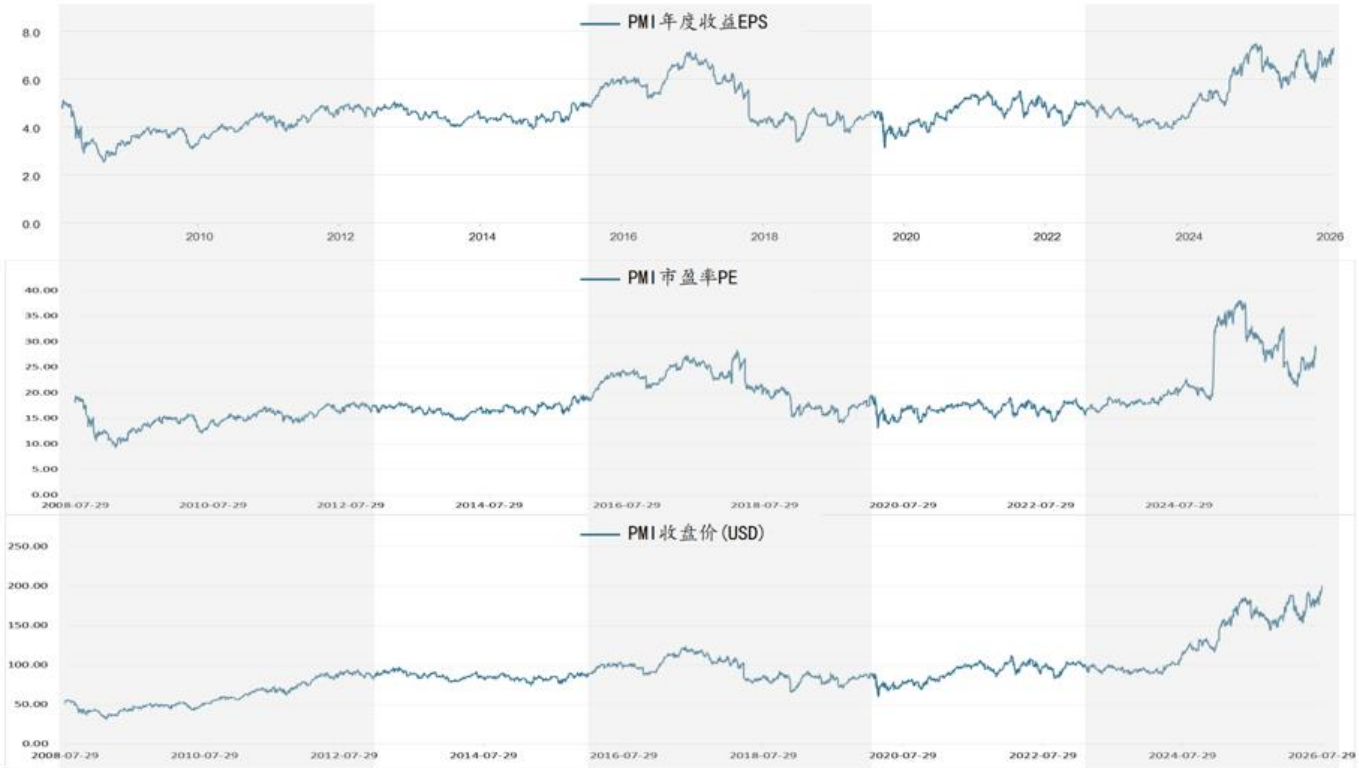
选取菲利普莫里斯国际（PMI，NYSE:PM）为分析标的，公司于 2008 年从奥驰亚集团分拆上市。复盘上市以来股价表现，其核心定价逻辑已由传统卷烟的提价红利、高分红与稳定现金流，逐步**切换至 IQOS、ZYN 等无烟产品的成长性及盈利贡献，估值体系亦由传统高股息烟草股向无烟消费品龙头迁移。**

- 2008—2012 年：传统卷烟量价齐升为股价核心驱动力。该阶段 EPS 与 PE 双升。EPS 层面，Marlboro 等核心品牌保持竞争优势，传统卷烟量价齐升，量的增长来自于对于亚洲与新兴市场的开发。同时公司持续回购增厚每股盈利。PE 层面，稳定的现金流与高分红支撑估值中枢稳步抬升。
- 2013 年—2015 年：传统卷烟承压，IQOS 战略投入期为估值核心驱动力。该阶段 EPS 承压但 PE 抬升。EPS 层面，汇率压制叠加传统卷烟转弱——欧洲成熟市场量降，俄罗斯、印尼、菲律宾等市场受税负与非法贸易扰动，卷烟增长从"量价齐升"过渡至"以价补量"。PE 层面，2014 年 IQOS 在名古屋与米兰启动试点，公司同步投资博洛尼亚 HTU 工厂、研发及渠道建设，前置投入短期压制利润，但为后续放量奠定估值预期基础。
- 2016 年—2019 年：IQOS 从试验品走向百亿级品类，合规监管影响估值预期。监管预期主导估值波动。该阶段股价呈阶段性波动。EPS 层面，IQOS 自 2016 年出货后在日本、欧洲快速渗透，无烟业务收入高增。PE 层面，2016—2017 年市场以日本低基数高增速线性外推全球渗透，预期有所透支；叠加美国 FDA PMTA/MRTP 审批尚未完成，不同国家对减害声称、税率与口味的政策分化，监管不确定性压制估值。2019 年 FDA 通过 PMTA 路径授权 IQOS 2.4 在美国销售；2020 年 7 月又授权其作为 MRTP 以"降低暴

露"声称营销，此后估值修复重新抬升。

- 2020 年—2022 年：无烟扩张与品类补强期。该阶段 PMI 逐步走向无烟产品矩阵的丰富，加速构建"IQOS+ZYN"双平台。HNB 方面 IQOS ILUMA 与 TEREA 推出后改善产品体验并推动耗材增长，2022 年 PMI 与 Altria 约定终止美国 IQOS 商业合作，短期增加净债务、暂停回购，长期则取消了美国价值分成，使 PMI 能将 ZYN 渠道、销售团队与 IQOS 美国推广整合。口含烟方面，2022 年收购 Swedish Match 并将 ZYN 纳入矩阵。受加息、并购整合投入及疫情影响，估值扩张相对克制。
- 2023 年至今：无烟盈利释放与估值上移期。该阶段无烟多年布局进入利润兑现期。HNB 方面，IQOS 凭借先发优势与品牌心智，龙头地位稳固，收入持续高增。口含烟方面，Swedish Match 利润显现，ZYN 终端动销强劲，无烟业务由规模扩张转向盈利释放。无烟收入占比提升、产品结构优化及盈利能力改善，是本轮估值中枢上移的核心原因。

图表35：IQOS 与 ZYN 接力增长，推动 PMI 进入估值新阶段



		2008-2012	2013-2015	2016-2019	2020-2022	2023至今
EPS	β	金融危机	美元升值；欧美控烟政策加强，传统卷烟销量下降	市场监管趋严；全球烟草消费稳定；汇率波动	疫情冲击但传统烟草需求稳定；全球供应链压力增加	全球通胀；电子烟监管影响雾化业务发展
	α	传统卷烟业务保持增长，Marlboro等核心品牌贡献稳定收入；提价和股票回购，EPS提高	传统卷烟销量下滑；HNB（IQOS）开始布局，成本投入	卷烟通过提价盈利；HNB（IQOS）商业化，HEETS销量增长推动无烟产品收入提升；雾化（VEEV）仍处投入阶段；口含烟尚未成为主要业务	HNB（IQOS）扩张，TEREA伴随IQOS ILUMA推出推动耗材增长；整合期费用压制ZYN利润	HNB（IQOS）持续增长，IQOS ILUMA推动HTU（加热烟草耗材）增长；口含烟（ZYN）成为继IQOS后的重要增长来源；雾化（VEEV）作为补充业务发展；无烟产品占比提升推动EPS增长，回购进一步提升EPS
P/E	β	市场担心传统烟草增速放缓	市场担忧卷烟销量，监管趋严	全球低利率环境提升高股息消费股估值；市场认可无烟产品增长空间，给予更高估值	加息周期导致消费股估值下降；传统烟草监管增压，市场降低风险偏好	无烟产品市场空间扩大，推动估值修复
	α	高分红烟草公司现金流稳定，估值稳定	HNB（IQOS）开始商业化，市场逐渐关注无烟产品潜力	HNB（IQOS）快速放量，PMI由“烟草公司”向“无烟尼古丁消费品公司”重估，PE提升明显	传统烟草衰退担忧限制估值；收购Swedish Match获得口含烟（ZYN），但整合和投入阶段限制PE进一步提升	口含烟（ZYN）高速增长，成为新的估值支撑；雾化（VEEV）完善无烟产品矩阵；市场给予PMI更高成长估值，PE修复

来源：Wind；BAT 官网；FDA；OIRA；国金证券研究所

26H1 业绩稳健，无烟业务已成核心增长引擎。PMI 采用有机增长口径衡量主营业务表现，即剔除汇率变动、并购及业务处置等因素后的增长。26H1 实现收入 213.38 亿美元，同比增长 9.8%（有机增长 5.3%）；调整后经营利润 89.41 亿美元，同比增长 11.3%；调整后 EPS 为 4.16 美元，同比增长 15.6%。Q2 收入 111.92 亿美元，同比增长 10.4%（有机增长 7.6%）；调整后经营利润 47.73 亿美元，同比增长 12.4%；调整后 EPS 为 2.20 美元，同比增长 15.2%。受加拿大 RBH 股权投资减值影响，Q2 报告 EPS 为 1.80 美元，低于调整后口径。

新型烟草延续高增，利润贡献持续提升。26H1 无烟产品出货量 952 亿支当量，同比增长 8.3%，其中加热烟草制品出货 831 亿支，同比增长 9.4%，电子烟出货 26 亿支，同比增长 72.0%；Q2 无烟产品出货 482 亿支当量，同比增长 7.5%，其中加热烟草制品出货 418 亿支，同比增长 7.6%，电子烟出货 13 亿支，同比增长 55.1%。无烟产品已占集团收入约 42%，是利润增长和估值提升的核心来源。

- IQOS 仍是最大增长引擎，短期扰动不改长期趋势。Q2 调整后终端销量同比增长约 5.1%，剔除日本及波兰短期库存影响后增长约 10%。日本市场增速放缓主因渠道库存正常化，属一次性扰动。
- ZYN 环比显著改善，美国市场供给恢复。26Q2 美国 ZYN 出货 29 亿袋，同比增长 1.8%，但较 Q1 约 23 亿袋环比增长约 25%。供给恢复、ZYN Ultra 上市及科罗拉多新工厂投产共同推动业务重回增长轨道。VEEV 继续保持高增速，但当前体量仍明显小于 IQOS 和 ZYN。
- 口含烟结构分化，现代产品替代传统产品趋势明确。26H1 口含类无烟产品总出货量同比下降 8.8%，主要受传统 snus 下滑拖累；但 26Q2 国际现代口含烟出货同比增长 14.7%，剔除北欧成熟市场后增长 26.3%。口含烟总量下降是传统产品老化与现代产品高增的共同结果，现代口含烟已成为增长主力。

无烟转型路径清晰，PMI 仍是行业转型最深入的公司。后续战略可概括为：IQOS 负责规模扩张和现金利润，ZYN 负责美国及全球口含烟增长，VEEV 补齐雾化平台；卷烟业务通过提价和高端品牌维持现金创造。公司维持中期有机收入增长 5%-7%、有机营业利润增长 7%-9%的指引框架。

2.3. BAT 股价复盘：雾化为基，HNB 与口含烟加码追赶

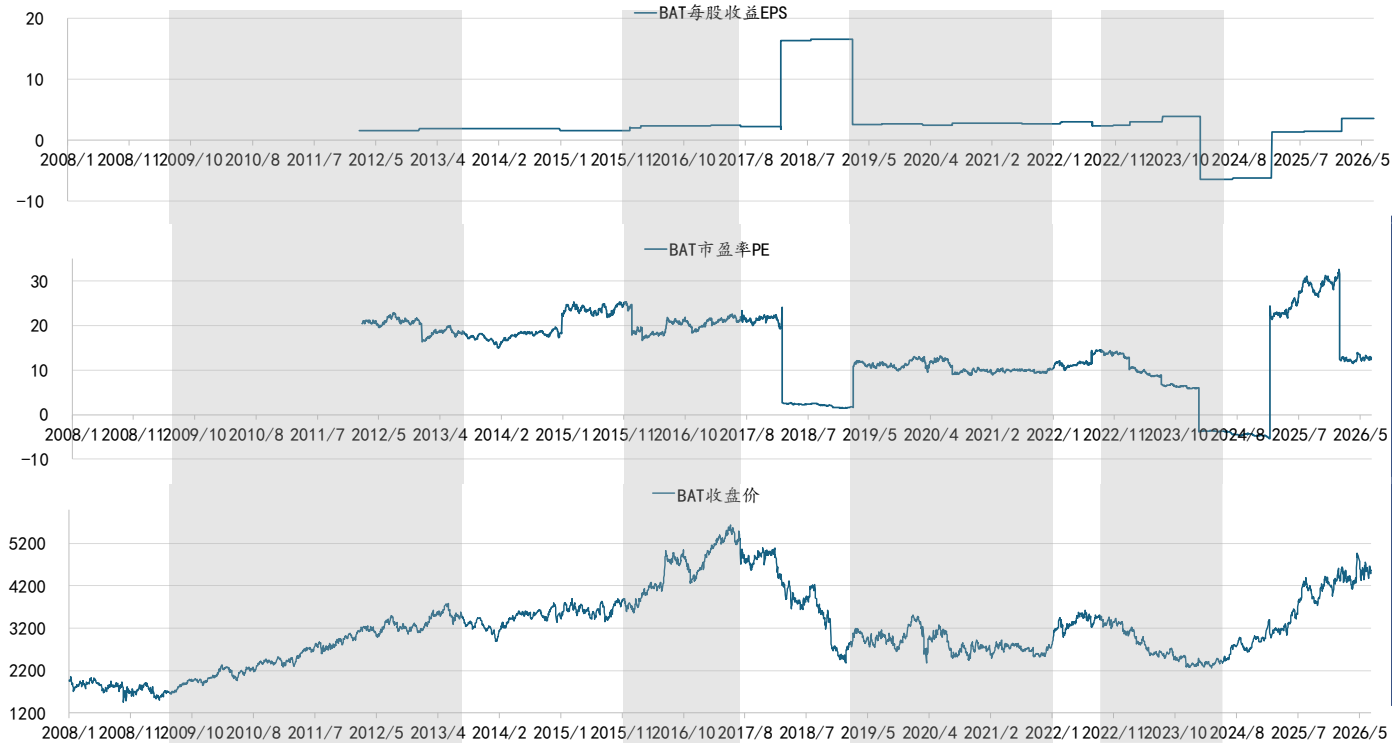
选取英美烟草（BAT，LSE:BATS）为分析标的，公司于 1998 年完成分拆后独立挂牌。复盘上市以来股价表现，其核心定价逻辑经历了从传统卷烟提价、高分红与稳定现金流，向无烟产品逐步切换的过程。与 PMI 自 2008 年起即坚定投入 HNB（IQOS）不同，BAT 在新型烟草布局初期选择雾化（Vuse）为主要方向，HNB（glo）与口含烟（Velo）起步相对较晚；受美国非法雾化产品挤压及传统烟草终值担忧影响，估值一度深度承压，**2024 年后随 HNB 与口含烟盈利释放及股东回报增强，估值中枢逐步修复。**

- 2009—2014 年：传统卷烟提价与回购驱动 EPS 增长。该阶段股价从金融危机回撤后逐步修复，核心驱动力来自 EPS 的持续增长。经营层面，虽然传统卷烟销量承压，但公司通过价格/组合提升与成本效率改善，推动利润稳定增长；同时持续回购与汇率利好进一步增厚每股盈利。PE 方面，全球金融危机验证了公司现金流的防御属性，稳定的高分红与回购支撑估值中枢维持在合理区间。
- 2015—2017 年中：押注雾化路线，RAI 并购预期驱动估值扩张。该阶段市值继续上行，EPS 与 PE 双升。EPS 层面，传统烟草提价与汇率利好延续。BAT 选择以雾化（Vuse）作为新型烟草主攻方向，2013 年推出 Vuse Solo，2016 年通过 RAI 并购强化美国雾化市场布局。HNB 方面，glo 虽于 2016 年在日本首发，但全球推广力度远不及 IQOS。PE 层面，市场一度将 RAI 并购及 Vuse 视为美国高利润池的增厚机会，估值扩张明显。
- 2017 年末—2021 年：RAI 并表增厚 EPS，高杠杆与雾化监管担忧压制估值。2017 年 7 月 RAI 并表后，EPS 大幅向上，叠加美国税改一次性税务利好（联邦税率从 35%降至 21%，递延税负债重估带来一次性收益），报表利润显著增厚。但 PE 角度，并购现金部分依赖大规模债务融资，净债务骤增（2018 年中达 457 亿英镑），公司从地域分散的国际卷烟企业转变为对美国利润高度敏感的高杠杆资产。此外，该阶段美国雾化市场遭遇双重压力：一方面 FDA 推进 PMTA 审批与口味限制，2019 年雾化电子烟健康事件引发监管收紧；另一方面非法一次性产品开始涌入市场，Vuse 增长质量受到质疑，资本市场开始质疑美国卷烟终值及 Vuse 增长质量，估值承压下行。
- 2022—2024 年初：美国品牌减值与雾化路线受挫冲击估值。该阶段股价整体承压。

EPS 角度，2023 年 12 月，公司对美国卷烟品牌计提商誉减值，并宣布对剩余可燃品牌价值进行摊销。PE 角度，美国非法一次性雾化产品（如 Elf Bar 等）大规模泛滥，严重挤压 Vuse 等合规雾化产品的市场份额与盈利空间，雾化路线商业化受阻，估值处于历史低位。

- 2024 年中至今：HNB 与口含烟追赶，无烟盈利释放驱动估值修复。随着 RAI 减值影响消退，EPS 由负转正。公司战略明显转向：HNB 方面，2024 年底推出高端 glo Hilo，补齐预热速度、充电效率等硬件短板，试图在日本、意大利、波兰等核心市场追赶 IQOS；口含烟方面，Velo 加速全球扩张。

图表36：BAT 股价二十年波段上行



		08/1 - 09/3	2009/4 - 2013/5	2013/6 - 2015/10	15/11 - 17/6	17/7 - 19/1	2019/2 - 2021/11	2022	2022/7 - 2024/2	2024/3 - 2026/7
EPS	β	金融危机	英镑贬值，利润增加	新兴市场货币贬值，利润受到拖累	英镑贬值，海外利润增加	美国卷烟销量下降，汇率拖累	疫情下烟量稳定；汇率拖累报表收入	俄乌冲突拖累俄业务	美国通胀压制消费；非法雾化分流	行业卷烟量继续下降；汇率拖累
	α	收购Tekel、ST，营收+21%	收购Bentoel，EPS连续增长	传统烟提价及份额增长，抵消销量下滑；雾化Vype上市但在投入期，贡献有限	传统烟提价推动EPS；雾化Vype扩张，glo于2016年上市，前期以投入为主	RAI并表及Vuse、glo增长增厚收入；推出Lyft布局现代口含烟，后续统一为Velo品牌	传统烟提价和降本稳定利润；雾化Vuse率先放量，口含烟Velo持续增长，HNB方面glo扩大市场，新类别处于高投入期	雾化和HNB较快增长	Vuse继续增长、新类别亏损收窄；但Velo偏弱、glo增长承压，美国传统烟业务出现大额商誉减值，EPS转负	Velo及Velo Plus放量，成为主要增量；Vuse逐步改善，glo表现偏弱，叠加股票回购推动EPS增长
P/E	β	市场担心传统烟草增速放缓	预期新兴市场继续增长；低利率利好高股息	市场预期卷烟销量下滑、监管加强	预期弱英镑继续增厚利润、提价抵消量降	预期FDA降尼古丁、禁薄荷打击美烟	预期薄荷禁令落地、传统烟量继续下降	美国正式提出薄荷禁令，加息预期升温		美国撤回薄荷禁令，打击非法电子烟
	α	市场担忧并购整合	连续增利、回购，盈利预期上修	Vype刚上市、收购TDR，期待转型效果	RAI收购叠加Vype扩张和glo上市，推动估值上行	担忧RAI收购价高、债务过重	Vuse获FDA许可并率先放量，glo和Velo继续扩张，但新类别整体仍亏损，估值修复有限		RAI价值下调，美区增长预期下降，Vuse受监管及非法产品冲击，glo表现偏弱，Velo尚不足以对冲，估值承压	出售ITC支持回购，加拿大和解降低风险，叠加Velo加速放量、Vuse逐步修复，推动估值回升

来源：Wind；国金证券研究所

26H1 业绩稳健，EPS 指引上调是核心亮点。26H1 业绩稳健，EPS 指引上调是核心亮点。26H1 BAT 实现收入 122.35 亿英镑，同比增长 1.4%。公司预计全年收入增速处于 3%-5%目标区间低端、调整后经营利润增速处于 4%-6%区间低端，但将调整后 EPS 指引由 5%-8%的低端上调至区间中值附近，反映股本回购对每股盈利的支撑强于年初预期。

Fit2Win 计划推进中期效率改善，资源转向高回报品类是关键。除直接降低费用外，Fit2Win 还将减少地区和职能层级、统一数据与技术平台、集中监管和创新能力，并将资源由低回报资产转向 VELO、Vuse 等高增长品类。

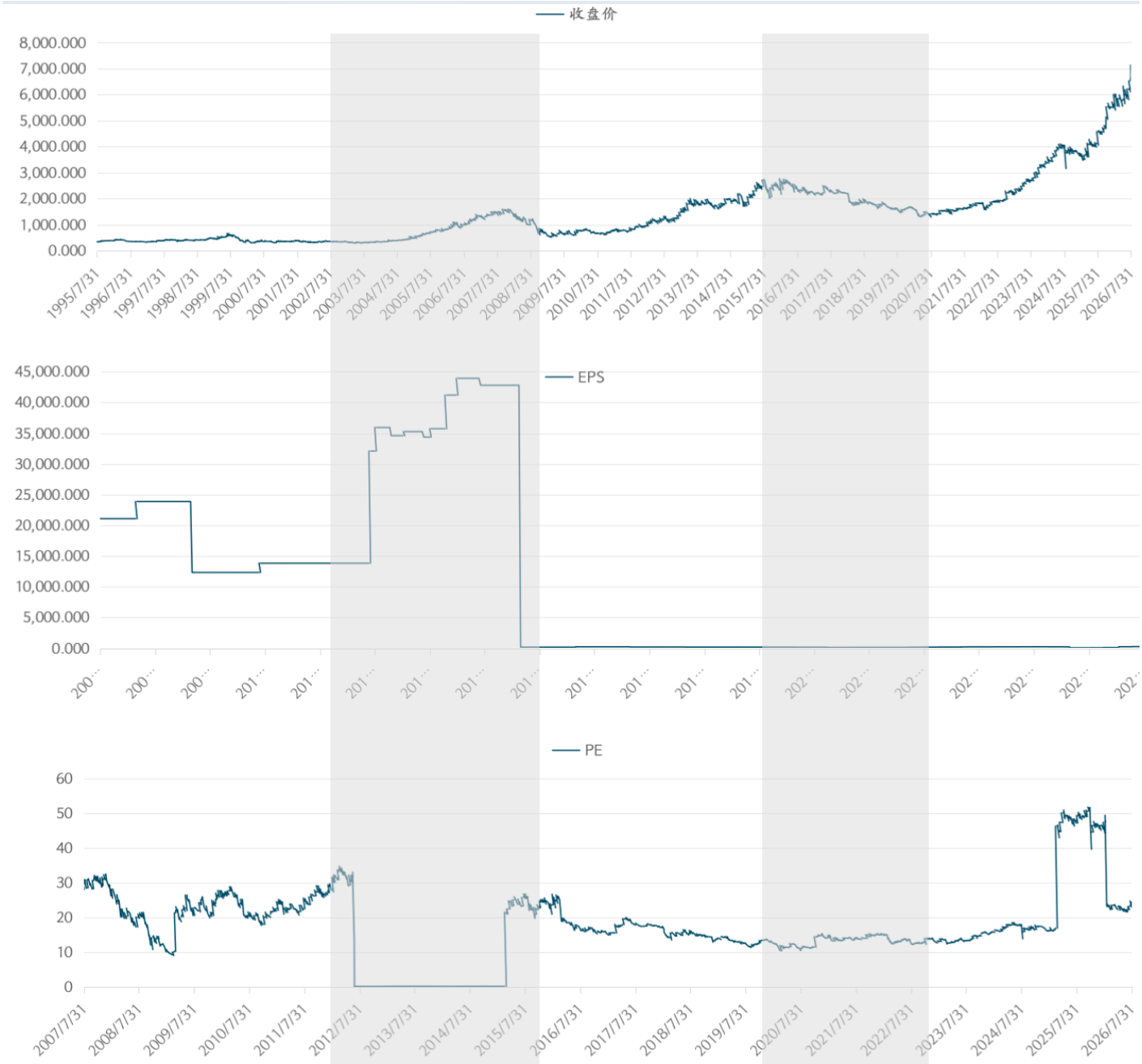
BAT 未来重点是将资源集中于最具竞争优势的产品：美国市场以 VELO 和 Vuse 为核心，日本等重点市场推动 glo 新品迭代，同时持续提升新类别利润率。公司优势在于渠道覆盖广、品牌基础强；但不同市场监管差异较大，glo 份额修复仍需持续投入，美国雾化产品执法进展亦存在不确定性。

2.4. 日本烟草股价复盘：本土筑基，Ploom 加码 HNB 突围

选取日本烟草（JT，TSE:2914）为分析标的，公司于 1994 年 IPO，1985 年从行政专营转为商业化经营。复盘上市以来股价表现，其核心定价逻辑经历了从全球化并购扩张、可燃烟定价与高分红现金流复利，向 Ploom AURA 驱动的无烟成长性逐步切换的过程与 PMI 自 2008 年即 All-in HNB（IQOS）、BAT 选择雾化（Vuse）先行再补 HNB（glo）和口含烟（Velo）的多品类路线不同，JT 在新型烟草转型中始终聚焦 HNB 单一路线，直至 2022 年内部整合、此外，JT 受日本政府持股 33%的特殊治理结构及国内烟叶采购成本约束，其估值体系始终带有一定的制度折价与稳定溢价。

- 1999—2007 年：全球化并购驱动，传统烟草平台成型，从日本专营走向全球烟草平台。该阶段股价核心驱动力来自传统烟草外延扩张带来的 EPS 增长。通过两轮大型并购，JT 从日本单一市场依赖的行政专营企业，转变为覆盖全球多个利润池的国际烟草平台，规模效应与区域组合优化推动盈利中枢上移。
- 2008—2015 年：传统卷烟定价与现金流复利期，但日本市场隐忧渐显。该阶段股价主要由传统烟草提价与稳定分红驱动。公司退出饮料业务、聚焦烟草主业，通过价格/组合提升与成本效率改善，在全球多个市场实现"以价补量"；同时维持高分红政策，DPS 持续增长，现金流防御属性支撑估值。但 PE 层面，日本国内卷烟市场持续下滑，JT 国内份额流失担忧渐起；同期 PMI 于 2008 年启动 IQOS 研发、2014 年试点，而 JT 的 Ploom 尚未形成清晰战略，转型节奏落后，估值相对 PMI 出现折价。
- 2016—2021 年：HNB 单一路线试错，低温路线失误纠偏。该阶段股价承压，核心矛盾在于新型烟草路线失误与日本市场疲软。2016 年公司推出 Ploom TECH 低温蒸汽产品，强调低气味与便利性，但口感偏轻、难以承接卷烟用户。2019 年 Ploom S 转向高温加热，2021 年 Ploom X 成为 JT 与 JTI 共同开发的全球平台，但组织割裂（日本本土与 JTI 早期各自开发）、产品碎片化（TECH/TECH+/S 并存）导致资源分散。值得注意的是，与 BAT 同时布局 Vuse（雾化）、glo（HNB）、Velo（口含烟）三品类、PMI 构建 IQOS+ZYN 双平台不同，JT 始终将资源集中于 HNB（Ploom），未像竞争对手那样分散投入雾化与口含烟赛道。
- 2022—2024 年：传统卷烟重估与 HNB 战略整合。该阶段股价修复，核心驱动力从 EPS 增长切换至估值重估。2022 年公司整合日本与国际烟草组织，全球资源配置统一；传统卷烟业务表现超预期，价格/组合贡献持续高增。2024 年约 24 亿美元收购 Vector，补强美国价值烟渠道。新型烟草方面，Ploom X 向英国、意大利等市场扩张。
- 2025 年至今：无烟放量与估值体系切换期。该阶段股价继续上行。2025 年 5 月 AURA 推出，以四档加热与 EVO 高端烟弹形成成熟产品生态，7 月日本全国铺货；2025 年 Ploom 销量+38.6%，日本 HTS 份额由 2024Q1 的 10.9%升至 2026Q1 的 15.8%。2026 年 AURA 向更多海外市场推进，加热产品量+57%。与 PMI 无烟收入占比超 40%相比，JT HNB 收入占比仍低（2025 年仅 3.8%），但品类聚焦（无雾化/口含烟分散资源）与后发产品优势使追赶斜率有望持续。当前估值处于"可燃烟确定性溢价+HNB 期权折价"的中间态，未来进一步重估取决于 HNB 亏损收窄与全球份额提升。

图表37：新型烟草重塑日本烟草估值中枢



		2007-2012	2012-2015	2015-2020	2020-2023	2023至今
EPS	β	金融危机	日元大幅贬值，海外利润价值增长	日元贬值，海外利润占比大；疫情影响	日元贬值持续为海外利润提供汇兑收益	全球通胀；日元汇率红利
	α	多笔海外并购带来高额整合成本，渠道重组，人员优化等侵蚀经营利润	海外并购资产逐渐整合兑现，整合期优化开支，提升净利润水平，推高EPS	日本传统卷烟销量持续下滑，Ploom系列产品研发投入巨大但销量差，净利润大幅下跌	海外业务扩张逐步增厚利润	RRP相关投资持续加强，Ploom品牌在欧美市场的渠道拓展，带动RRP收入增长；Vector Group收购完成并贡献利润增量
PE	β	全球量化宽松，烟草防御性属性受市场青睐，PE上行	全球控烟立法收紧，市场预期传统卷烟需求萎缩，PE承压下行	市场监管趋严；烟草行业普遍开展资产减值评估，全球风险偏好下降，PE下行	疫情后烟草防御属性凸显；进入低利率、高通胀时期，国际龙头估值同步小幅上行	无烟产品市场空间扩大，资金涌入推高PE后预期消化
	α	持续收购海外烟草资产，市场预期中长期全球市场占有率提升，获得估值溢价	减害产品研发落后，市场担忧日本传统卷烟业务会被菲莫国际的IQOS替代	推出的Ploom等产品自上市以来在日本反响低迷，市场判定减害转型失败	日本本土加热烟草产品销量稳步放量，市场逐渐确认ploom扭转竞争格局，PE开始修复	海外加热烟草产品陆续获批，日本加热烟草渗透率提升，市场给予独立成长溢价

来源：ifind，国金证券研究所

26H1 业绩超预期，日元贬值显著放大报告口径增速。26H1 日本烟草收入 1.9861 万亿日元，同比增长 17.7%；固定汇率核心收入 1.7774 万亿日元，同比增长 10.2%；调整经营利润 6,617 亿日元，同比增长 26.2%，固定汇率增长 19.4%；归母利润 4,318 亿日元，同比增长 28.9%。Q2 收入 1.0621 万亿日元，同比增长 20.0%；固定汇率核心收入增长 10.6%；调整经营利润 3,462 亿日元，同比增长 29.4%，固定汇率增长 18.3%；归母利润 2,348 亿日元，同比增长 30.3%。

Ploom 日本份额持续提升，Q2 增速放缓主因提价一次性扰动。26H1 RRP 销量 84 亿支当量，同比增长 33.8%，其中加热烟草产品销量 71 亿支，同比增长 43.5%；RRP 相关收入 786 亿日元，同比增长 40.7%。

RRP 收入占比仍低，海外扩张是决定估值的关键变量。欧洲及 EMA 市场 Ploom 保持双位数增长，但业务仍高度集中于日本，海外规模与 IQOS 相比差距显著。26H1 RRP 收入占烟草核心收入仅约 4.3%，短期内不足以决定集团盈利方向。更重要的观察指标是日本以外市场能否形成复购、规模和毛利率。

传统卷烟仍是盈利底盘，Ploom 海外复制能力尚待验证。JT 传统卷烟价格和市场份额仍是利润增长的主要来源。未来两年的核心矛盾是投入强度与规模兑现速度：若 Ploom 能够从日本成功复制到欧洲和 EMA 市场，JT 有望获得新的估值支撑；若海外扩张较慢，大额投入将阶段性压制利润率和自由现金流。现阶段应将 Ploom 视为正在验证的增长方向，集团盈利底盘仍主要由传统卷烟支撑。

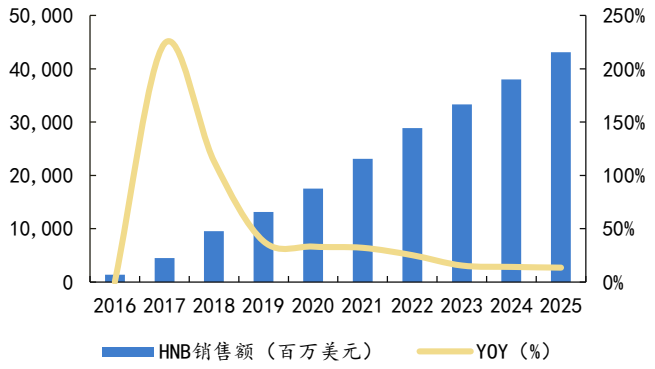
三、 HNB 复盘：高壁垒铸就集中格局，龙头集中趋势明确

3.1. HNB 行业：减害与口感优势共振，高壁垒铸就集中格局

HNB（加热不燃烧烟草制品）通过电子加热装置将专用烟草棒加热至低于燃点温度，释放含尼古丁的气溶胶。因规避燃烧过程，HNB 较传统卷烟显著减少烟雾、烟灰、异味及部分有害化学物质的释放，同时保留真实烟草原料及接近传统卷烟的吸食体验，传统烟民转化门槛较低。相较雾化电子烟，HNB 在口感还原度、消费习惯延续性及烟弹复购黏性方面更具优势，但设备与专用烟弹呈强绑定关系，使用成本相对偏高，且面临更严格的烟草制品监管及市场准入约束。2025 年全球 HNB 销售额约 430 亿美元，2020-2025 年 CAGR 约 20%。

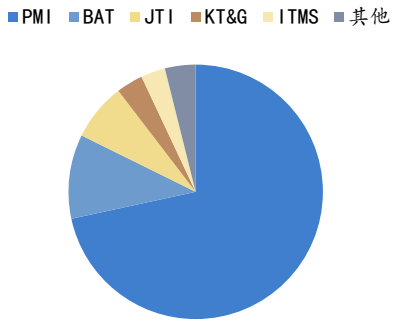
2025 年全球 HNB 市场集中度较高，一超多强格局下 PMI 占据绝对领先地位。PMI/BAT/JTI 市占率分别为 71.6%/10.7%/7.3%。HNB 行业在烟具与烟弹协同、产品研发、监管准入及全球渠道布局等方面壁垒高企，先发布局的传统烟草龙头竞争优势较为稳固。

图表38：HNB 持续放量，跃升新型烟草第一大品类



来源：欧睿，国金证券研究所

图表39：全球 HNB 市场格局



来源：欧睿，国金证券研究所

3.2. 龙头公司布局：PMI 绝对领先，BAT 与 JT 加速追赶

PMI 是全球 HNB 赛道的开创者与绝对领导者，IQOS 已经建立较为成熟的用户和产品体系。截至 2025 年底，PMI 估计其核心加热烟草产品用户约 3,400 万人。产品方面，公司形成以 IQOS ILUMA 和 ILUMA i 为核心、TEREA 为专属烟弹的产品组合。烟具与烟弹的深度绑定提高了系统协同性，也强化了用户复购和品牌黏性。凭借较大的用户规模和领先的品牌认知，IQOS 的全球基本盘较为稳固。

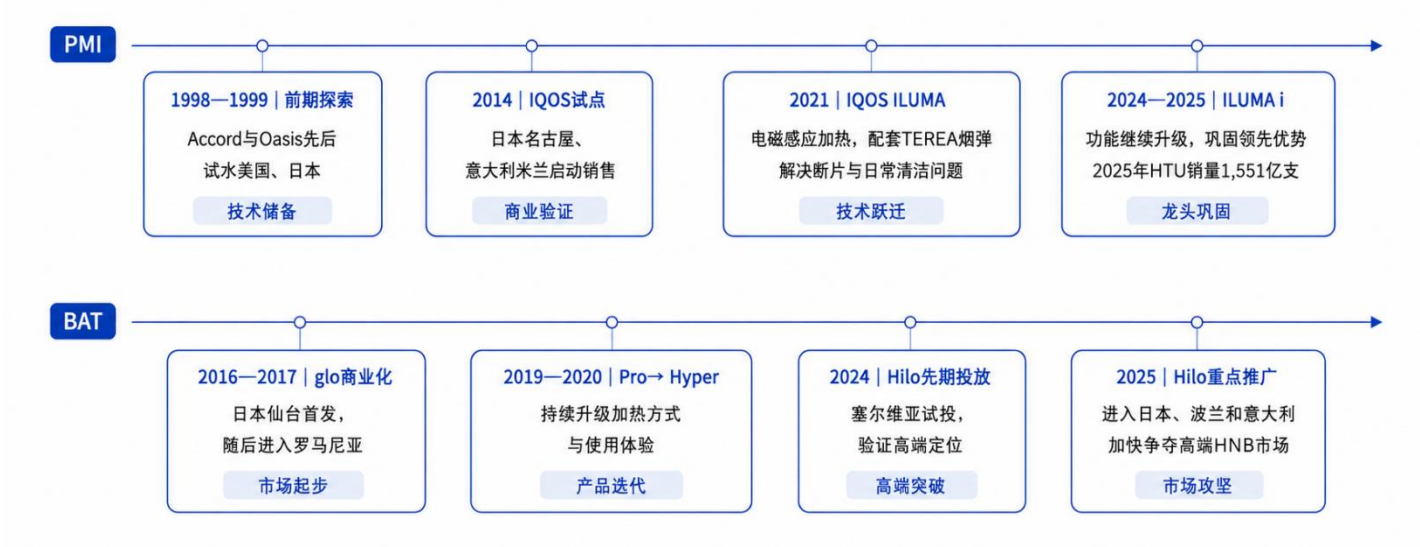
BAT 则是 HNB 领域的后发追赶者。公司于 2016 年推出 glo，目前已经形成 Vuse 雾化、glo 加热烟草和 Velo 尼古丁袋的多品类布局。在 HNB 领域，glo 覆盖 Hyper、Hyper Pro、Hilo

和 Hilo Plus 等产品系列，但整体销量和用户规模仍与 IQOS 存在明显差距。

glo Hilo 是 BAT 当前争夺高端 HNB 市场的核心产品之一。2024 年底，公司在塞尔维亚先期投放 Hilo 和 Hilo Plus，并于 2025 年加快重点市场推广。BAT 希望通过 Hilo 改善 glo 的高端品牌形象，并在主要 HNB 市场直接与 IQOS 竞争。

日本烟草以 Ploom 为核心，重点巩固日本市场。公司持续推动 Ploom 产品升级，先后推出 Ploom X、Ploom X ADVANCED，并于 2025 年推出新一代 Ploom AURA 和高端 EVO 烟弹。相比 PMI 和 BAT，JT 的全球布局相对有限，但在日本拥有较强的传统烟草品牌基础。

图表40：PMI 先发优势稳固，BAT 依托 Hilo 加速追赶



来源：PMI 公司官网；BAT 公司官网；SEC；国金证券研究所

3.3. 技术路线对比：IQOS 系统成熟，glo 与 Ploom 迭代提速

PMI：从电阻加热到电磁感应，技术迭代路径清晰。早期 IQOS 2.4 及 IQOS 3 系列采用陶瓷加热片插入烟弹内部，通过电阻加热释放气溶胶，虽然中心加热能够较好还原烟草口感，但存在加热片断裂、烟草残留和需要定期清洁等问题。2021 年推出的 IQOS ILUMA 是关键转折点，其 SMARTCORE INDUCTION SYSTEM 通过设备线圈激活 TEREA 烟弹内部的金属感应片，从烟草内部进行非接触式加热；TEREA 两端采用封闭设计，避免烟草碎屑进入设备，从而同时解决断片、残留和清洁问题。2024 年推出的 IQOS ILUMA i 继续沿用该加热系统，新增触控屏、暂停模式、FlexPuff 和 FlexBattery 等功能，可根据使用情况增加至多 4 口，并支持最多 3 次连续使用。IQOS 的优势在于烟具与烟弹配合更加成熟，口味和烟气表现更加稳定。ILUMA 是目前明确实现无加热片、无烟草残留且无需日常清洁的旗舰系统，是竞争对手无法完全复制的产品优势。

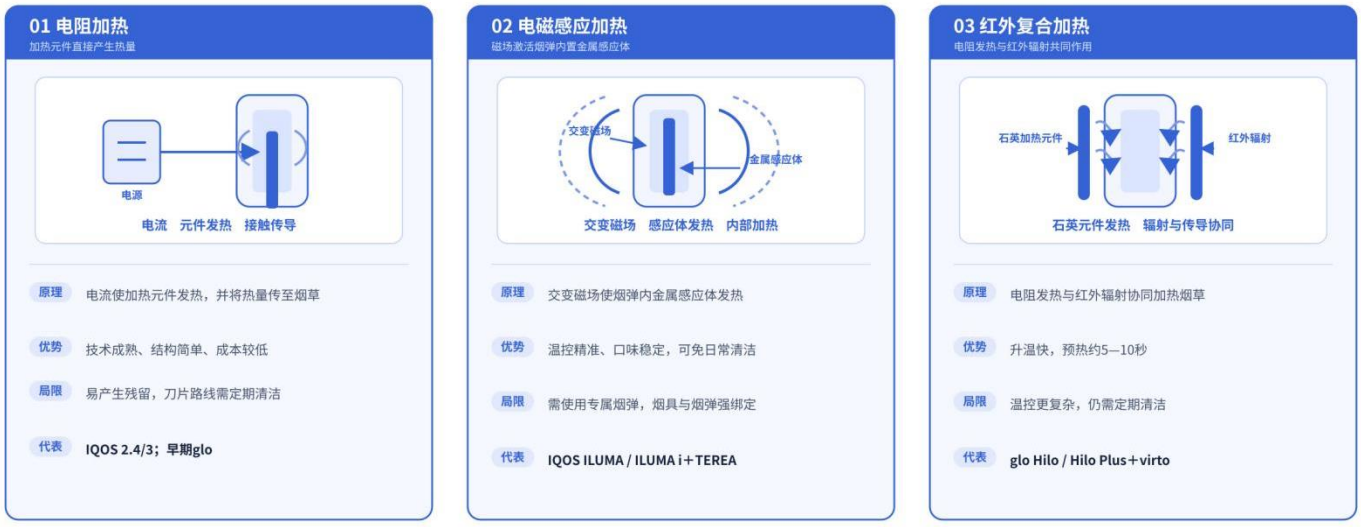
BAT：从外围电阻加热到红外复合加热，试图以差异化技术实现弯道超车。BAT 通过多种加热路线持续试错，glo Hilo 已在核心硬件参数上缩小与 IQOS 的差距。第一代 glo 采用外围电阻加热，预热时间约 40 秒；2019 年推出的 glo Pro 曾改用电磁感应加热，随后 glo Hyper 系列继续优化温度和气流控制。最新的 glo Hilo 并未采用电磁感应，而是搭载 TurboStart 石英复合加热系统，通过电阻加热与红外线共同作用，最高加热温度约 370℃；glo Hilo 预热仅需 5 秒，Hilo Plus 不超过 10 秒，均明显快于 IQOS ILUMA i 约 20 秒的预热时间。Hilo 系列还支持标准和增强两种模式，完整充电约需 90 分钟，短于 IQOS ILUMA i 充电盒约 135 分钟的充电时间；日本版 Hilo Plus 总重量约 124 克，也低于 IQOS ILUMA i 约 146 克。配套 virto 烟弹则通过专门设计的内部结构提高传热和气流稳定性，并采用 StickSeal 技术减少烟草碎屑掉落。因此，Hilo 已在预热速度、充电效率等多方面追上甚至超过 IQOS 的部分硬件指标。其首发烟弹只有 8 种口味，产品上市时间较短，也缺少长期消费者数据。整体来看，Hilo 已经补齐高端硬件短板，但在免清洁体验和用户基础方面仍落后于 IQOS。

专利格局：四年纠纷后达成全球和解。2020 年，BAT 关联公司对 PMI 及其美国合作方提起专利诉讼。2021 年，美国 ITC 认定相关刀片式 IQOS 产品侵犯 BAT 关联公司的两项专利，并发布进口禁令和停止销售令，IQOS 随后退出美国市场。2024 年 2 月，双方达成八年期全球和解，终止相关专利诉讼，并允许双方继续进行产品迭代。相关禁令于 2024 年 3 月

被正式撤销，为 PMI 重返美国市场扫清了一项重要障碍；2025 年 3 月，PMI 在奥斯汀启动 IQOS 3.0 商业销售。对 BAT 而言，和解降低了 glo 后续产品迭代面临的专利诉讼风险。

日本烟草：从低温加热转向高温控温，通过产品迭代加快追赶行业龙头。2016 年 JT 推出的 Ploom TECH 并不直接高温加热烟草，而是将约 30℃的蒸汽导入烟草胶囊，具有异味较小、使用温和的特点，但早期产品存在烟草口感和满足感不足的问题。2021 年的 Ploom X 进一步引入 HEATFLOW 技术，通过控制加热温度和烟弹周围气流改善口味；2023 年的 Ploom X ADVANCED 将 POWER HEATFLOW 最高温度提提升，同时加入自动加热功能。2025 年推出的 Ploom AURA 进一步升级为 SMART HEATFLOW 系统，通过精细温控和气流设计提高全程口味稳定性，并设置标准、强劲、长时和节能四种模式。配套 EVO 烟弹则通过烟叶配方升级和 CleanSeal 结构减少碎屑残留。Ploom AURA 提供多种加热模式，使用时间可以调节，续航和烟草调香能力也较强。不过，与 IQOS 和 glo Hilo 相比，其预热和充电速度较慢，并建议每月清洁一次。整体来看，Ploom AURA 的产品力明显提升，但与头部产品仍有一定差距。

图表41：电磁感应综合体验领先



来源：PMI 官网；BAT 官网；国金证券研究所

3.4. 头部集中趋势延续，PMI 生态优势稳固，BAT 增长强势

HNB 行业仍将保持较快增长，市场份额将继续向头部企业集中。随着消费者教育逐步完成，现有龙头已积累较高的技术和用户壁垒，新品牌实现大规模突破的难度较高，“一超多强”的市场格局预计延续。

PMI 的全球领先地位短期内难以动摇。IQOS 拥有庞大的用户基础和成熟的产品系统。ILUMA 与 TEREA 形成稳定的烟具和烟弹生态，进一步提高了用户复购和转换成本。

BAT 将通过高端新品争夺份额。glo Hilo 已经补齐预热速度、充电效率等硬件短板。公司未来需要继续丰富 virto 烟弹口味，并加强在日本、意大利和波兰等核心市场的营销投入。若 Hilo 能够形成稳定复购，BAT 的 HNB 业务有望恢复增长，但短期内仍难以撼动 IQOS 的领先地位。

JT 将依托日本市场优势稳步扩张。Ploom AURA 改善了口味、续航和使用模式，日本市场份额仍有提升空间。JT 对本地消费者和烟草口味的理解较深，传统卷烟渠道也能为 Ploom 提供支持。未来公司有望先巩固日本市场，再向部分海外市场复制经验，但全球规模仍将低于 PMI 和 BAT。

四、 雾化复盘：合规收敛重塑雾化格局，龙头有望迎份额集中

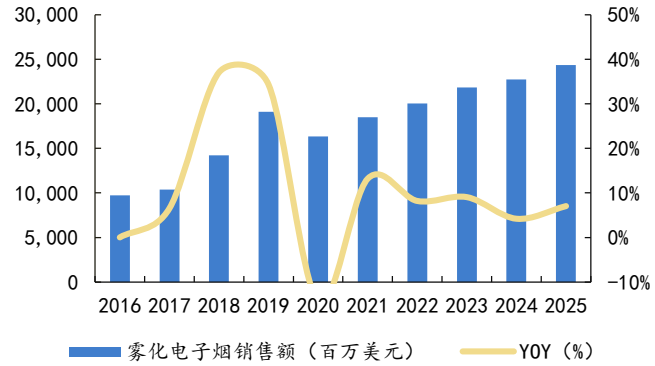
4.1. 雾化电子烟行业：监管分化与非法流通致格局分散，BAT 在合规市场优势凸显

雾化电子烟（E-Vapour）通过电池驱动雾化芯加热烟油，释放含尼古丁及香味成分的气溶胶。相较传统卷烟，其显著减少烟雾、烟灰及燃烧异味，产品形态涵盖开放式、封闭式换弹及一次性三类。与 HNB 相比，雾化电子烟在产品开发及供应链方面更为轻量化，口味、外观及价格带更加丰富多元；但其烟草口感还原度相对偏弱，产品同质化与价格竞争更为

激烈，同时面临口味管控、青少年使用防范及一次性产品环保问题等多重监管压力。25 年全球雾化电子烟市场规模约 245 亿美元，2020-2025 年 CAGR 约 8%。

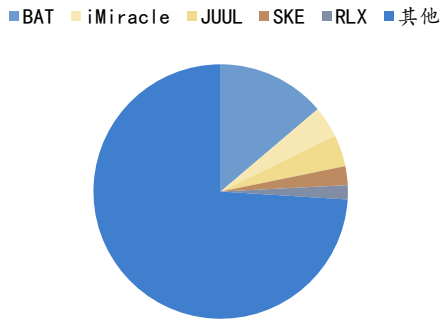
全球雾化市场较 HNB 更为分散，非法产品流通及各国监管差异对竞争格局影响较大。若按实际控制关系将 NJOY 的 0.6%份额并入奥驰亚，2025 年 PMI/BAT/JTI 市占率分别为 1.3%/13.8%/0.6%。据 WHO 披露，截至 2024 年全球仍有 74 个国家尚未建立电子烟监管制度。据 FDA 披露，2025 年美国非法雾化产品销量占比最高可达 54%。各国监管框架分化与非法产品大量流通共同分流合规品牌份额，使当前全球市场尚未向少数传统烟草龙头集中。

图表42：全球雾化电子烟市场规模恢复稳步增长



来源：欧睿，国金证券研究所

全球雾化电子烟市场格局



来源：欧睿，国金证券研究所

4.2. 雾化赛道三巨头布局分化：BAT 先发领跑，PMI 后发补位，JTI 战略收缩

BAT 是三家国际烟草公司中对雾化业务投入最早、战略权重最高的企业。2013 年，公司在美国推出 Vuse Solo，此后持续迭代 Vuse Vibe、Vuse Alto、Vuse Go 及 Vuse Ultra，产品矩阵覆盖换弹式与一次性电子烟。2025 年，BAT 雾化业务收入为 15.42 亿英镑，分别占集团和新类别产品收入的 6.0%和 42.6%。

市场布局方面，Vuse 在美国合规渠道保持领先，法国、德国、加拿大等市场同样具备较强品牌和渠道基础。公司正通过 Vuse Ultra 强化陶瓷加热、液位追踪、烟弹识别及算法调节等功能，推动产品由基础 Pod 系统向高端化、智能化升级。

PMI 进入雾化电子烟市场相对较晚，当前业务规模及全球覆盖仍落后于 BAT，但近年来增长明显提速。公司早期以 IQOS MESH 切入电子雾化，此后将品牌逐步独立为 VEEV，并推出采用陶瓷加热技术的 VEEV ONE、一次性产品 VEEV NOW 以及采用感应加热技术的 VEEV inPRIME。2025 年 VEEV 国际市场出货量同比增长超过一倍，产品覆盖 47 个市场，在封闭式烟弹领域于 8 个市场取得销量份额第一。

区域上，VEEV 重点布局欧洲及印尼等新兴市场，其中德国、法国、罗马尼亚、意大利、希腊和保加利亚增长较快，暂未在美国与 Vuse 正面竞争。其核心优势在于复用 IQOS 积累的专卖零售网络、用户基础、数字化运营能力和售后服务体系，并通过“IQOS+VEEV+ZYN”多品类组合覆盖不同使用场景。整体来看，PMI 雾化业务现阶段仍处于追赶位置，凭借渠道协同、技术迭代及区域扩张，增长速度已明显领先于自身业务基数。

日本烟草的雾化业务主要通过 Logic 品牌展开，但集团无烟业务的战略重点已逐步转向 Ploom 加热烟草。公司于 2014 年收购英国电子烟品牌 E-Lites。此后，考虑到各国雾化监管差异、非法产品冲击及不同品类的投资回报差异，JTI 未继续采取全球激进扩张策略，而是将 Logic 定位为探索型和补充型无烟产品。根据 JT 2025 年综合报告，公司预计 HNB 是 RRP 中增长潜力强的细分品类，将优先向 HTS 和 Ploom 配置管理及营销资源。

4.3. 技术迭代：陶瓷加热与智能控制加速融合，感应加热有望打开下一轮创新空间

BAT 技术路线由早期线圈和金属网加热逐步转向“陶瓷加热＋智能控制”。2013 年 Vuse Solo 采用传统线圈与导液芯方案；2018 年 Vuse Alto 引入 ceramic wick 陶瓷导液结构，较早实现陶瓷技术商业化落地；2025 年 Vuse Ultra 进一步搭载改进型陶瓷加热器、液位追踪、烟弹识别及 Flavour AutoTune 参数调节功能。BAT 持续沿电阻加热路线深化陶瓷材料与智能控制的融合。

PMI 在雾化领域起步较晚、前期技术及产品布局落后于 BAT，但 2025 年率先实现感应加热技术的商业化落地，有望借助技术路线切换缩小与 BAT 的差距，并实现由跟随者向潜在引领者的跨越。早期 IQOS MESH 及 IQOS VEEV 通过多孔金属网替代传统“线圈+导液芯”，扩大加热面积，并结合低液位检测和功率控制改善温度稳定性；随后 VEEV ONE 转向多孔陶瓷雾化结构，利用微孔陶瓷进行供液，并通过印刷金属加热轨道、H 形供液结构和低液位检测提升供液及雾化一致性。2025 年，PMI 在部分欧洲市场推出 VEEV inPRIME，率先在国际烟草公司的电子雾化产品中商业化 Advance Vape Induction System 感应加热技术，由主机线圈产生交变磁场，使烟弹内金属元件感应发热。该产品相较 VEEV ONE 在雾量、风味强度、电池容量、充电速度及抽吸反馈方面进一步升级。虽然 PMI 当前雾化业务规模仍落后于 BAT，感应加热也尚未完成大范围市场验证，但其率先推动雾化产品由电阻加热向感应加热跨越，具备实现技术曲线追赶甚至弯道超车的可能，是后续三家技术竞争中最值得关注的变量。

JTI 的雾化技术迭代相对有限，产品升级主要集中于产品形态及便携性改善，雾化产品更多承担区域市场补充和消费者需求探索功能。

4.4. 产品形态&区域拓展一次性与换弹式并存，监管决定可推广边界

PMI 以封闭式换弹产品作为雾化业务核心，VEEV ONE 和 VEEV inPRIME 均采用“可重复使用主机+预注油烟弹”的产品结构。公司选择性切入封闭式 Pod 市场，以提高主机和烟弹复购、增强用户黏性，并承载陶瓷加热、低液位检测及感应加热等差异化功能。区域上，PMI 依托 IQOS 形成的零售网络和用户基础，重点拓展欧洲及印尼等新兴市场；随着欧洲一次性产品监管趋严，封闭式换弹市场扩容有望为 VEEV 带来进一步增长空间。

BAT 此前采取一次性与换弹式产品并行策略，其中 Vuse Alto、Vuse ePod 及 Vuse Ultra 采用封闭式换弹设计，Vuse Go 系列主要覆盖一次性即用即弃场景。随着各国对一次性电子烟的环保和合规监管趋严，公司正进一步强化换弹式产品布局。美国市场中，非法一次性电子烟曾持续分流 Vuse 销量，但伴随 2025 年联邦及州层面执法力度增强，监管改善有利于合规头部品牌份额修复。产品端，公司通过 Vuse Ultra 强化陶瓷加热、液位追踪、烟弹识别及算法调节等功能，推动业务向高端化、智能化换弹产品倾斜。整体来看，BAT 仍保留 Vuse Go 等一次性产品覆盖多元消费场景，但在监管趋严市场，合规封闭式换弹产品的重要性正在上升。

JTI 同样以封闭式产品为主，Logic Pro、Logic Power 及 Logic Compact 均采用可重复使用设备搭配预注油烟弹的方案。相较 BAT 和 PMI，JTI 并未大规模布局一次性产品，产品形态更偏向可重复使用的封闭式系统。不过，JTI 当前无烟业务资源主要投向 Ploom 加热烟草，Logic 雾化产品的技术升级和区域扩张相对有限，更多承担重点市场补充和消费者需求探索功能。

差异化的产品矩阵决定了各自能够响应的监管场景各异：

- 美国：PMTA 构筑高准入壁垒，技术型年龄验证为合规产品打开新增量。美国实行上市前烟草产品申请制度，新型电子烟必须获得 FDA 营销授权后方可合法销售。BAT 较早完成合规布局，Vuse Solo 于 2021 年获得营销授权，2024 年 Vuse Alto 主机及 6 款烟草味烟弹进一步获批；凭借先发合规资质、成熟的封闭式产品和广泛零售渠道，Vuse 在美国合规市场形成领先优势。PMI 持续推进美国无烟业务的监管申请，未来美国雾化市场的核心变量仍是 PMTA 审批进度、FDA 执法强度以及对非法产品的清退效果。

  2026 年 5 月，FDA 授权 Glas 公司 4 款电子烟烟弹上市，其中 Gold 和 Sapphire 构成 FDA 首次授权的非烟草、非薄荷醇 ENDS 产品。此次获批的重要基础并非简单放宽口味限制，而是产品搭载了数字化年龄限制系统：用户需要通过政府签发的身份证件核验年龄，将设备与智能手机通过蓝牙绑定，并接受随机生物识别验证。该案例表明，具备可靠防止未成年人使用措施的产品，可能获得新的合规审批路径；长期看，有利于拥有产品技术、监管申报和渠道管理能力的正规企业扩大相对非法市场的竞争优势。

- 加拿大：联邦与省级监管形成双重合规门槛。加拿大允许合规电子烟销售，但对尼古丁浓度、包装标签、未成年人保护和消费税印花实施严格管理，部分省份进一步限制调味产品。BAT 凭借 Vuse 的合规能力与既有渠道保持领先；PMI 虽在加拿大布局 VEEV，但其扩张速度仍取决于产品能否满足联邦与各省差异化要求。

- 欧洲：一次性电子烟率先成为监管收紧对象，市场需求逐步向可充电、换弹式产品转移。2025 年以来，比利时、法国和英国相继实施一次性电子烟禁令，其中英国禁令于 2025 年 6 月正式生效；各国同时通过产品通报、尼古丁浓度、烟弹容量、包装安全和口味限制等制度提高市场准入门槛。当前欧洲监管仍以各国政策为主，欧盟层面

的产品规则尚未形成统一的一次性电子烟禁令，后续修订方向及实施时间仍需跟踪。随着一次性产品供给逐步退出，具备可充电主机、封闭式烟弹及完善合规体系的 Vuse、VEEV 等换弹式产品有望获得结构性承接机会。

4.5. 监管变量主导格局演变，合规龙头有望迎份额集中

现阶段，BAT 在全球雾化电子烟行业仍具备综合领先优势。公司技术路线与产品矩阵最为完整，同时覆盖一次性、传统换弹式、陶瓷芯换弹式及智能化高端产品；区域布局广度领先，并坐拥规模最大、合规门槛最高的美国核心市场，先发优势显著。

未来行业未来最大的变量仍在于监管环境。美国市场合规审批与执法尺度决定格局再平衡空间。FDA 对 PMTA 的审批范围及后续执法强度，将直接影响 BAT 能否巩固现有优势，以及 PMI、JTI 能否凭借新产品突破准入壁垒、扩大市场份额。非法产品治理力度决定正规品牌增长弹性。当前非法一次性及调味产品仍占据较大市场份额，对合规企业形成明显分流。PMI、BAT 等品牌企业的扩张速度，不仅取决于自身技术、产品与渠道能力，更取决于各国能否有效清理非法供给，并将市场需求引导至具备授权资质、满足产品标准且承担回收责任的正规品牌。

五、 口含烟：PMI 收购 ZYN 打造现代尼古丁袋，BAT Velo 布局提速

5.1. 口含烟：技术变革催化新品类，新烟增速最快赛道

口含烟（Oral Products）按产品形态可分为传统口含烟（Traditional Oral Products）与现代口含烟（Modern Oral Products）两类。口含烟的爆发本质上是'场景补位'——在电子烟受口味禁令和税收压制、加热不燃烧受设备门槛限制的背景下，口含烟以零设备、低使用门槛、高隐蔽性，成为烟民转化路径中最顺滑的选项。

产品结构来看，现代口含烟正在快速替代传统口含烟，本质是无烟化在口含品类内部的延续。传统口含烟以嚼烟（Chewing Tobacco）、湿鼻烟（Moist Snuff/Dip）及瑞典式口含烟（Snus）为代表，均含烟草原料。现代口含烟以尼古丁袋（Nicotine Pouches）为主，沿用 Snus 唇龈含服形态，但剔除烟草叶，核心成分为烟草提取尼古丁（Tobacco-derived Nicotine）或人工合成尼古丁（Synthetic Nicotine），辅以植物纤维、香味剂及 pH 调节剂。

现代口含烟为当前新型烟草各细分赛道中增速最快的品类。全球尼古丁袋市场规模由 2020 年约 10 亿美元增长至 2025 年约 91.9 亿美元，2020-2025 年 CAGR 约 56%。无燃烧、无设备、使用场景受限较少，有效降低传统烟民及无烟烟草消费者的转化门槛；叠加美国市场快速渗透、产品口味与尼古丁浓度持续丰富，以及烟草龙头渠道与产能投入加码，现代口含烟仍处于由小众品类向主流尼古丁消费方式渗透的阶段。

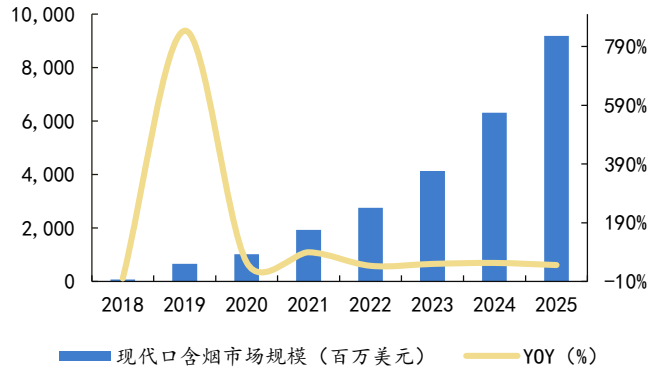
分地区看：

- 美国：尼古丁袋需通过 PMTA 并取得 FDA 营销授权方可合法销售。截至 2025 年末，仅 ZYN 的 20 个 SKU 于 2025 年 1 月取得授权，on! PLUS 的 6 个 SKU 于 2025 年 12 月取得授权；VELO、Rogue、Lucy 等申报产品尚未取得营销授权。若 VELO 于 2026—2027 年取得授权，BAT 有望将既有渠道和品牌基础转化为合规份额，美国市场可能由 ZYN 一家领先转向 PMI、BAT 和奥驰亚多强竞争。
- 欧洲：不含烟草的尼古丁袋尚未被纳入欧盟《烟草制品指令》的统一监管范围，各成员国可自行制定准入规则。比利时已实施禁售，法国于 2025 年发布禁令并自 2026 年起实施;波兰则自 2025 年 7 月起禁止向未成年人销售、将尼古丁含量上限设为 20mg/g 并实行上市前申报，同时开始征收消费税。西欧虽然规模较大，但政策收紧将压低行业天花板；东欧正从监管空白转向限量、申报和征税下的合法化经营，合规龙头反而有望获得份额集中机会。
- 亚洲：日本则原则上将不含烟草、用于口服摄入的尼古丁产品纳入药品监管，未经批准难以进入普通零售渠道。中国监管方向则于 2026 年出现关键转折。2026 年 5 月，国家烟草局组织制定的强制性国家标准《尼古丁袋》正式下达，目前处于起草阶段，标准将覆盖产品设计与原材料、技术及安全卫生要求、试验方法、包装和标识，并同步推进烟碱、pH 值、亚硝胺及醛类等配套检测标准。

一超一强、区域品牌补充。2025 年，PMI、BAT、奥驰亚和 Swisher 在全球现代口含烟市场的份额分别约为 38%、31%、10%和 4%，前两大企业合计占据约 69%的市场。ZYN 背靠瑞典火柴数十年口含烟技术积淀，作为现代口含烟品类开创者，凭借先发优势、长期消费者教育及全球渠道布局，形成深厚品牌心智。BAT 旗下 Velo 起步相对较晚，但依托欧洲传统

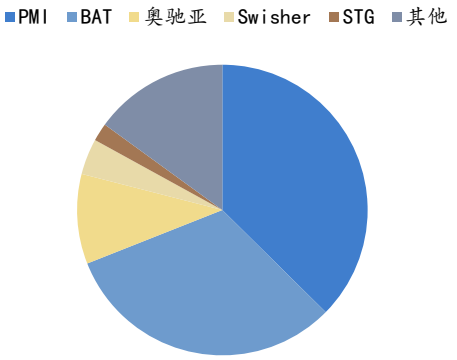
口含烟市场根基，持续加码产品研发与渠道投入，已成为行业最具竞争力的追赶者。

图表44：全球口含烟市场规模有望延续高速增长态势



来源：欧睿，国金证券研究所

图表45：全球口含烟市场格局



来源：欧睿，国金证券研究所

5.2. 龙头布局：PMI 收购 ZYN 引领现代尼古丁袋发展，BAT Velo 战略升级

PMI：并购筑基，ZYN 单点突破。 PMI 将尼古丁袋、瑞典式口含烟、湿鼻烟及嚼烟等统一纳入 Oral SFP 口径，2021 年收购 AG Snus、2022 年以约 160 亿美元收购瑞典火柴，快速补齐口服无烟版图。收购完成后形成分层品牌矩阵：ZYN 主攻尼古丁袋；General、Göteborgs Rapé、Ettan 等覆盖瑞典式口含烟；Longhorn、Timber Wolf 等布局湿鼻烟；America's Best Chew、Thunder、Oliver Twist 等覆盖嚼烟及其他传统品类。公司战略资源高度向 ZYN 倾斜，产能扩张与全球推广均以尼古丁袋为核心抓手，美国 ZYN 净收入由 2019 年约 2 亿美元跃升至 2024 年约 19 亿美元，印证“并购获取牌照与产能、ZYN 打开增量空间"的激进扩张逻辑。

BAT：传统品类最全，现代端 velo 强势追赶。传统端，公司通过 Kodiak、Cougar 等覆盖美式湿鼻烟，以 Granit、Mocca、Camel Snus 等布局瑞典式口含烟，传统口含烟品类矩阵最为完整。现代端，公司以 Velo 作为全球尼古丁袋主品牌，2020 年收购 Dryft 补充美国市场组合，2024 年末推出 Velo Plus 升级产品线，呈现“传统全品类防御+现代端品牌跟进"的稳健策略。

JTI：自主开发，区域渐进渗透。传统端依托北欧口含烟公司（Nordic Snus）生产平台，以 LD、Vårgårda 等覆盖瑞典式口含烟。现代端以自主开发的 Nordic Spirit 为核心，2018 年瑞典首发后逐步向欧洲及亚太渗透，2025 年覆盖 10 个市场，2026 年进入日本。相较于 PMI 的并购扩张与 BAT 的全球品牌跟进，JTI 采取"自主研发+区域渐进"的保守路径，尼古丁袋业务规模与扩张速度相对有限。

5.3. 技术迭代：ZYN 干式小袋适配新型烟草用户，VELO 高湿软袋切中传统烟草转化

现代口含烟的技术差异主要体现在尼古丁释放体系与袋体设计，尼古丁来源本身不构成使用体验的核心差异。烟草提取尼古丁与合成尼古丁主要区别在于原料来源，实际满足感和口腔体验则取决于尼古丁形态及剂量、酸碱度、填充基质、含水量和袋体结构。PMI 与 BAT 均围绕尼古丁释放、风味呈现和佩戴舒适度进行优化，但形成了“小型干式袋体”和“高湿柔软袋体”两种产品方案。

PMI：干式小袋强化使用隐蔽性，配方效率保障尼古丁释放。ZYN 采用烟草提取尼古丁盐，以植物纤维作为填充基质，并通过酸碱度调节剂控制尼古丁释放。其技术重点是在袋体较小、含水量较低的条件下，兼顾尼古丁溶出效率与批次稳定性。公开药代动力学研究显示，ZYN 6 毫克产品的尼古丁提取比例约为 59%，高于 General 8 毫克产品的约 32%；ZYN 8 毫克产品的尼古丁吸收水平与标称含量更高的传统湿鼻烟接近。对应到使用体验，ZYN 袋体小巧、入口湿润感较低，兼顾使用隐蔽性与尼古丁满足感；规模化生产的难点则在于稳定控制单袋剂量、酸碱度、含水量及填充均匀性。

BAT：高湿软袋突出风味与口感，异形设计提升佩戴体验。普通 Velo 主要采用烟草提取尼古丁，美国市场的 Velo Plus 采用合成尼古丁，二者的主要差别在于原料来源，而非尼古丁吸收机制。Velo Plus 以高含水量、较大且柔软的袋体为主要特征，并提供 3 毫克、6 毫克和 9 毫克的浓度梯度；高湿配方可增强入口湿润感和风味释放，柔软袋体有助于降低异物感，不同浓度则覆盖差异化的尼古丁强度需求。VELO Plus 并非对 ZYN 的同质化跟随，而是以“高湿度+最高 9 毫克浓度+每罐 20 袋”的组合，精准切入 ZYN 覆盖相对薄弱的两类

需求：一是高湿配方能够更快激活尼古丁与风味，较大的柔软袋体也更接近湿鼻烟（MST）用户熟悉的口腔体验，叠加 9 毫克规格，更能满足高尼古丁耐受用户对释放速度和满足感的要求；二是每罐 20 袋较 ZYN 的 15 袋多出 33%，在两者建议零售价均约为 5.59 美元时，VELO Plus 单袋价格低约 25%，上市初期 2.99 美元的促销价进一步强化了性价比优势。行业跟踪资料援引 PMI 的判断称，湿式袋对 MST 用户更具吸引力，而干式袋主要吸引吸烟者和电子烟用户。因此，VELO Plus 实质上是通过体验差异化与价格差异化，补齐 ZYN 在传统无烟烟草用户和价格敏感消费者中的市场空白，其上市后快速放量也初步验证了这一差异化定位。2025 年推出的 Velo Shift 进一步采用圆角三角形袋体，以提升唇龈贴合度和佩戴舒适性，其量产需要重新设计生产流程并配置专用设备，体现出 BAT 在袋体结构和制造工艺上的差异化投入。

JTI：干湿配方覆盖不同口感，产品规格适配细分需求。Nordic Spirit 采用烟草提取尼古丁，以植物纤维和少量胶基作为填充材料，并加入香味剂及酸碱度调节剂控制尼古丁和风味释放。产品分为干式与湿式两种配方：湿式产品通过提高含水量、采用更柔软且纤薄的袋体，增强入口湿润感、加快风味释放并改善佩戴舒适度；干式产品则保持较低的湿润感，强调相对平稳的尼古丁体验。公司同时提供标准袋与迷你袋，单袋尼古丁含量覆盖 3—17 毫克，以袋体尺寸、配方湿度和浓度梯度适配不同消费者需求。

5.4. 一超一强格局短期延续，竞争进入商业化能力比拼阶段

展望未来，全球现代口含烟赛道已由品类教育进入格局固化期的前半段，竞争核心正从消费者认知培育转向监管准入、产品矩阵和供应链效率。美国市场需重点关注 FDA 审批进度：若 VELO 等主流产品获批，市场有望由 ZYN 一家领先转向多强竞争；若审批继续延后，ZYN 与 on!的合规先发优势将进一步固化。欧洲市场则需重点关注欧盟《烟草制品指令》（TPD）的修订方向，尼古丁袋是否被纳入统一监管，以及尼古丁含量、口味、包装和税收限制，将直接决定区域市场容量与竞争门槛。总体而言，行业仍将保持较快增长，但市场份额将进一步向具备合规资质、产品迭代和全球渠道能力的头部烟草企业集中。

ZYN 凭借先发优势、并且由于其先渠道美国 PMTA+MRTP 双授权，在美国市场构筑监管壁垒。Velo 依托湿式体验、20 袋/罐、高浓度（9mg）确实切中了 ZYN 的盲区，2025 年初上量速度超预期。JTI Nordic Spirit 则以区域市场渗透为主。随着品类由消费者教育阶段进入规模化竞争阶段，未来竞争关键将由单一品牌优势转向产品矩阵、供应链能力和全球商业化效率。

六、 全球新型烟草红利释放，上游供应链迎来弹性成长机遇

6.1. 中烟香港：中烟体系独家出海平台，传统烟盈利改善与 HNB 增量拓展并行

中烟香港拥有中烟体系内烟叶类产品进出口、卷烟出口及新型烟草制品出口业务的独家经营资质，是中国烟草总公司指定的国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家营运实体。公司业务覆盖烟叶进口至国内市场、烟叶出口至东南亚及欧洲地区、卷烟出口至境内关外及港澳新泰免税与有税市场、新型烟草出口至中东及欧洲等区域，各业务板块增长稳健，盈利质量与规模同步提升。

内生增长方面，公司持续拓展自营渠道占比，带动卷烟出口毛利率已有显著提升，未来盈利能力已具备较高确定性。公司卷烟出口业务供应商为中国烟草旗下的进出口公司、工业公司及授权第三方烟草生产企业，客户为卷烟批发商、免税运营商及有税市场零售终端，业务覆盖超过 200 个免税终端及有税市场零售店。卷烟出口业务毛利率提升显著，2025 年全年达 22.8%，同比上升 5.2 个百分点，主要得益于直营/自营渠道占比提升及品规结构优化。

外生增长方面，中烟香港已布局 HNB 业务，具备新型烟草销售能力。新型烟草出口业务模式为：公司向新型烟草制品制造商采购成品，再出口至目标市场的批发商或直接销售至零售商。目前公司出口的新型烟草制品主要为 HNB 加热棒，主要目标市场为东南亚、中东、欧洲、中亚地区。公司当前 HNB 业务体量较小，2025 年新型烟草销售额约 0.64 亿港元，占营收比重不足 1%。展望未来，全球 HNB 渗透率快速提升，中烟体系在 HNB 领域研发投入持续增加、产品力不断强化，公司作为中烟体系内新型烟草制品出口的独家平台，将直接受益于海外 HNB 放量趋势。若国内 HNB 市场政策放开，中烟香港亦将率先受益。此外，公司还有望由传统进出口平台升级为涵盖海外拓展、跨境并购、供应链整合及技术协同的综合平台，并形成更加专业化的国际经营体系。

6.2. 思摩尔国际：绑定海外烟草龙头，雾化与 HNB 业务高速成长

思摩尔国际是全球电子雾化设备及 HNB 制造领域的龙头企业，具备雾化电子烟与 HNB 加热

不燃烧产品的双重研发、制造能力，覆盖两大新型烟草主流赛道，能够精准把握全球新型烟草行业合规化发展红利，分赛道实现业绩稳步增长。

面向海外烟草龙头，思摩尔输出雾化相关技术与整机制造能力，适配龙头客户产品迭代与产能需求。公司 FEELM 技术平台覆盖陶瓷加热、雾化效率、口感还原和漏液控制，同时具备发热体设计、整机结构开发及规模制造能力。公司业务客户以国际烟草公司和电子烟品牌为主，公开客户包括奥驰亚旗下 NJOY、BAT，自有品牌 VAPORESSO 主要面向欧洲及其他海外市场，品牌影响力持续扩大。目前欧美市场正持续强化对不合规电子烟产品的整治力度，行业无序竞争格局逐步改善，合规产品市场空间持续打开。截至 2025 年底，公司代工的 29 款封闭式电子烟产品取得美国 FDA 授权，合规资质完善，合作客户业务规模有望迎来明显增长，而公司作为配套制造与技术供给方，可充分分享行业合规扩容带来的订单增量。

HNB 业务成为公司全新增长动力，凭借合作客户新品放量实现高速扩张。公司在 HNB 领域布局多年，此前专门搭建 METEX 技术平台，在可更换加热器技术、电热分离技术、精准温控技术和隔热技术上已形成差异化的领先技术储备，目前拥有电阻加热和电磁加热两大技术平台，为后续深度合作奠定坚实基础。公司参与 BAT glo Hilo 系列产品的开发与量产，协助该产品迭代升级、对标 PMI 旗下 IQOS 产品，助力客户抢占全球 HNB 高端市场份额。2025 年，glo Hilo 产品陆续登陆日本、波兰、意大利市场，并于 9 月完成日本全国铺货，商业化落地节奏稳步推进。受益于新品市场化落地，公司近年来 HNB 业务增长迅猛，2025 年全年收入同比增长 475%，2026 年 Q1 收入同比增长提升至 1325%。2026 年，公司将持续配合客户开拓海外新市场、优化产品性能，伴随全球 HNB 行业渗透率持续提升，该业务将成为公司未来两年的主要增长来源。

6.3. 华宝国际：味觉型供应链平台，平台化生产能力覆盖新型烟草业务扩张

华宝国际是中国香精香料行业的龙头企业，在新型烟草领域，公司目前可独立承接 HNB 专用香精、口含烟香精、HNB 烟草薄片、烟用爆珠等核心环节的完整研发与规模化生产，并通过合作布局获得 HNB 整烟代工制造能力。

烟用香精方面，公司积极向 HNB 专用香精、口含烟香精两大新型烟草方向拓展业务。HNB 低温加热的机理、温度区间与传统卷烟差异显著，烟草致香物质释放调节需求烟用香精无法适配低温使用场景。公司利用多年调香技术积累，定向筛选适配的烟草特征性致香物质，采用分段式精准释放技术开发 HNB 专用香精，有效解决烟草本香还原、香气稳定释放和口感协调等行业痛点，完美适配 HNB 产品风味需求，并进一步提升香精的热稳定性，加速其在烟芯材料、立体载香等场景的应用。在口含烟香精板块，公司同时具备烟草香精与食品配料两类技术储备。口含烟可直接放入口腔，对香精、载体、辅料均有严苛的食品级要求，公司一方面以烟用香精能力完成本香识别与风味修饰，另一方面将食品领域成熟的包埋、缓释、微胶囊、脂质体等技术迁移至口含烟研发，优化风味释放曲线、延长香气留存时长、提升口腔使用体验。目前公司已与国际烟草客户签署独家战略合作协议，未来有望与 BAT 等国际烟草巨头深化合作，落地口含烟新品香精项目。

在 HNB 制造领域，公司可供应薄片、爆珠等部件，同时依靠博远集团具备整烟制造能力。部件方面，烟草薄片是 HNB 烟支的关键基材，公司通过 2010 年收购广东金叶切入该领域。广东金叶是国家烟草专卖局认定的造纸法再造烟叶研发基地，建成了国内第一条造纸法再造烟叶规模化生产线，更是国内唯一掌握稠浆法、造纸法、干法、辊压法等所有薄片工艺的企业。此外，公司位于印尼的 HNB 薄片生产基地年产能达 3000 吨，2026 年正加速爬坡，现已进入全球头部三家烟草客户的供应体系。在爆珠领域，行业龙头曼氏核心专利于 2026 年 6 月到期，供应链替代窗口正式打开，公司烟用爆珠业务已切入东南亚、中东、北美、南美等 18 个国家和地区。整烟代工方面，华宝国际的整烟制造能力由博远集团承载。博远集团是华宝国际实控人旗下的一家加热卷烟公司，拥有全球第五大 HNB 品牌 NUSO，并深耕海外新兴市场，主要服务于区域性烟草客户。公司与博远集团已建立长期稳定的烟用原料供货合作关系，2026 年续签三年框架协议，伴随博远集团产能扩张与新品上市，公司作为上游烟用原料供应商的订单规模有望稳步攀升。

6.4. 盈趣科技：HNB 烟具生产积淀丰厚，新烟格局生变成长加速

盈趣科技是以 UDM 智能制造模式为核心的科技型企业，依托自研 UMS 系统实现全链路质量追溯，为全球客户提供智能控制部件及创新消费电子制造服务。在新型烟草领域，公司自 2014 年切入菲莫国际供应链，目前可独立承接 IQOS 器具外壳、加热模组及整机 ODM 业务，已形成从零件到整机的完整生产闭环，并在马来西亚布局核心产能，以承接加热不燃烧产品放量带来的制造需求。

公司核心优势在于 UDM 模式，该模式在 ODM 基础上集成自研 UMS 统一管理系统与智能自

动化制造体系，贯通工艺流、物流、资金流数据。质量管控上，依托 UMS、ITTS 测试平台及工业测试机器人，实现产品制造全周期在线监控与全链路追溯，并向客户开放关键数据共享接口，增强供应链协作黏性。研发上，将开发端口前移至客户概念阶段。长期服务国际头部客户积累跨学科知识库，与自研自动化设备及测试机器人形成技术互促，既支撑快速迭代，也具备对外输出智能制造整体解决方案的能力。凭借高柔性、高良率与全球可追溯性，公司已与罗技、雀巢、菲莫国际、博世等国际企业建立深度战略合作。

电子烟业务方面，公司已成功切入 ILUMA One 整机和核心加热模组代工，形成从零件到部件再到整机的能力闭环。ODM 业务向高价值量环节延伸，为电子烟业务持续放量奠定基础。在全球化产能布局方面，公司马来西亚智造基地与国内产线形成区域协同，覆盖东南亚及全球电子烟制造需求。具体来看，马来西亚基地主要负责电子烟精密部件和加热模组生产；一期产能于 2023 年投产，自动化率保持 90%以上，带动产业链 10 余家企业入驻形成工业级群效应，进一步放大成本优势。2023 年公司启动马来西亚二期产能建设，预计 2025 年下半年进入产能爬坡阶段，二期产能将承接新机型整机生产。伴随菲莫国际持续推进 IQOS 新机型迭代及 IQOS 重返美国市场，公司有望在 IQOS 系列后续迭代中承接更多整机和模组订单，电子烟业务有望实现规模化放量，成为业绩增长的核心引擎。

6.5. 恒丰纸业：HNB 核心用纸供应商，绑定国际龙头释放供应链弹性

牡丹江恒丰纸业股份有限公司是国家烟草总公司确定的卷烟辅料生产基地，是国内造纸行业重点高新技术企业。恒丰拥有 70 余年历史底蕴和特种薄页纸研发制造技术。公司目前有机制纸生产线 22 条，年生产能力 27 万吨，主要生产各类卷烟纸、滤棒成形纸、手卷烟纸、新型烟草用纸、接装纸等烟用纸及薄型印刷纸、生活用纸、食品包装纸、装饰用纸等其它非烟用特种薄页纸共计十大系列产品。

HNB 用纸是恒丰近年来深度开发的核心方向。公司目前国内唯一具备全系列 HNB 配套用纸产品生产能力的企业，是国际烟草主要生产企业的重要供应商，产品性能、质量完全满足行业需求。HNB 系列产品盈利能力较传统烟草配套产品盈利能力强，公司将根据 HNB 市场需求，通过结构调整、新增产能等方式来满足客户需求，保证供货的稳定性。

公司深度绑定菲莫国际、英美烟草等国际巨头，在 HNB 用纸方面有着丰富的经验，同时和国内中烟公司合作紧密，将充分受益于全球 HNB 增长背景下的供应链弹性。

风险提示

监管政策波动。中国《加热卷烟》《尼古丁袋》国标虽结束公示，但正式标准、试点方案尚未落地，HNB 放开时点仍不明确；美国、欧洲等市场非法电子烟、非合规尼古丁产品持续存在。若中国政策落地推进不及预期，或海外监管执行效果不及预期，将延后产业链订单释放，压制相关企业业绩增长。

加热烟草推广及消费接受度不及预期。全球 HNB 等新型烟草渗透率仍偏低，消费者教育、门店渠道配套仍有待完善。若消费者认知与接受度不及预期，产品推广受阻，将导致新品销售表现不及预期，对相关企业经营形成负面影响。

行业竞争加剧。新型烟草尚未形成稳定竞争格局，PMI、BAT 等国际烟草巨头凭借成熟技术与全球化运营优势持续布局，行业竞争或将日趋激烈，相关企业市场份额及盈利水平存在承压风险。

汇率及原材料成本波动。若汇率出现大幅波动，或上游原材料成本显著上行，将影响收入折算与利润率水平，扰动相关企业盈利表现。

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。

下载日志已记录，仅供内部参考

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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