下载日志已记录，仅供内部参考



广发研究 GF RESEARCH

# 轻工制造行业

## 国内 HNB 进入规则建设期，关注产业链兑现节奏

行业评级

**买入**

前次评级 买入

**全球卷烟需求长期收缩，无烟产品已成为跨国烟草公司的第二增长曲线。**WHO 数据显示全球烟草使用者由 2000 年的约 13.8 亿人降至 2024 年的约 12 亿人；2025 年全球 HNB 销量约 2,041 亿支，2020—2025 年复合增速约 16.9%。PMI 无烟业务收入占总收入比重已达 41.5%，BAT 升至 18.2%，行业竞争由单一卷烟品牌转向产品平台、监管认证、加热技术、烟支材料和用户生态。日本、欧美等市场已形成烟草管理、上市审评和差异化税制相结合的监管框架。

**国内 HNB 按卷烟管理的法律归属已经明确，政策进入强制国标和产业化制度建设阶段。**2026 年《加热卷烟》征求意见稿同时覆盖烟支、烟具与气溶胶，将发热体表面温度、唇部接触温度、烟碱释放、电池及启动保护纳入可检测安全底线；标准兼容中心、外围与感应加热路线，明确烟草基质范围，并为口味、香精香料和使用体验保留产品差异化空间。雾化烟形成的许可、交易、追溯和未成年人保护机制，可进一步延伸至 HNB 监管。

**卷烟增速放缓、税利稳定、走私回流、控烟进度与产业出海共同推动 HNB 由政策储备走向产品和供应链准备。**2025 年全国卷烟产量增速放缓至 0.2%，中烟香港 HNB 耗材出口量同比下降约 51%；与此同时，中国吸烟率下降慢于多个发达国家，合规供给兼具承接存量需求、稳定税基和提升出海竞争力的政策价值。产业化将沿“国标发布—产品审评—生产计划—渠道税价—订单兑现”推进，江苏等中烟工业公司已通过烟具、香精、封口胶和加工技术采购提前锁定供应链，中标、订单与收入确认构成判断产业进度的核心指标。

**烟支耗材和系统技术是 HNB 产业链中更具持续性与壁垒的价值环节。**HNB 对再造烟叶和香精的单位用量明显高于传统卷烟，材料端随烟支销量持续复购；烟具收入则更多体现首购、换机和中烟自主化选择。华宝国际具备香精、稠浆法薄片及海外客户基础，HNB 增量由中烟供应资格、项目份额和产能利用率决定；思摩尔已形成烟草基质、红外中心加热、烟具及系统方案能力，并已形成 glo Hilo 海外铺货与国内烟具中标候选人两类项目基础。

**风险提示。**政策与试点节奏不及预期，产品力和消费者接受度不足，体外企业参与程度低于预期，海外监管与客户集中风险。

相对市场表现




**曹倩雯**

SAC 执证号：S0260520110002
SFC CE No. BWW545
caoqianwen@gf.com.cn

相关研究

| | |
|---|---|
| 轻工制造行业:消费级 3D 打印行业专题研究报告 | 2026-08-02 |
| 轻工制造行业:加热卷烟国标启动起草，产业规范化进程提速 | 2026-07-29 |
| 轻工制造行业 2026 年中期策略:需求压力下，掘金供给逻辑与个股亮点 | 2026-07-02 |

下载日志已记录，仅供内部参考



**重点公司估值和财务分析表**

| 股票简称 | 股票代码 | 货币 | 最新收盘价 | 最近报告日期 | 评级 | 合理价值（元/股） | EPS(元) | | PE(x) | | EV/EBITDA(x) | | ROE(%) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E | 2026E | 2027E |
| 思摩尔国际 | 06969.HK | HKD | 9.78 | 2026/08/24 | 买入 | 10.76 | 0.27 | 0.39 | 31.23 | 21.62 | 29.67 | 18.96 | 5.33 | 7.7 |
| 中烟香港 | 06055.HK | HKD | 22.66 | 2026/08/24 | 买入 | 26.65 | 1.33 | 1.65 | 14.69 | 11.84 | 11.98 | 9.91 | 21.80 | 23.00 |

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

下载日志已记录，仅供内部参考



目录索引

一、定义：新型烟草属性与海外经验 ..... 6
（一）新型烟草重构尼古丁递送，HNB 在口感与毒性之间取得平衡 ..... 6
（二）卷烟长期收缩，无烟产品已成海外烟草龙头第二增长曲线 ..... 8
（三）海外监管以纳入烟草体系为主，差异化税制在替代与税基之间取得平衡 ..... 11
二、驱动：HNB 国内落地条件与历史沿革 ..... 13
（一）雾化监管确立防风险、控产能和全链条追溯的政策底色 ..... 13
（二）税利、走私、控烟与出海共同提高 HNB 落地的必要性 ..... 14
（三）历史制约逐步缓解，HNB 政策已由法律定性进入可检测规则 ..... 17
三、变化：当下 HNB 政策与未来演绎 ..... 21
（一）《加热卷烟》强制国标进入公开征求意见，系统安全底线与技术路线基本明确 ..... 21
（二）国标发布后进入配套监管与试点，产品力和发展目标决定中期空间 ..... 22
（三）烟支耗材具有更高单支用量和复购属性，烟具受份额与自主化影响更大 ..... 23
（四）工业公司已由产品展示走向供应商库与实质采购，市场仍将高度分化 ..... 24
四、华宝国际：覆盖烟用原料、香精、香原料和调味品的综合味觉制造商 ..... 27
五、中烟香港：传统业务稳健增长，地缘政治及监管变化影响新型烟草表现 ..... 28
六、思摩尔国际：雾化业务见底修复，但产品结构和前置研发投入仍压制利润率 ..... 29
七、风险提示 ..... 30

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表索引**

图 1：各类烟草产品图示与简介.....6
图 2：中国烟草架构机制.....7
图 3：制度属性与运行机制.....8
图 4：销售链条.....8
图 5：全球卷烟销量下行.....9
图 6：全球吸烟率下行.....9
图 7：PMI 无烟收入与占比.....9
图 8：PMI 可燃烟草收入.....9
图 9：全球新型烟草增长指数（2020 基数 100）.....10
图 10：雾芯科技收入.....13
图 11：思摩尔中国大陆收入.....13
图 12：全国卷烟产量趋势.....14
图 13：全国卷烟销量趋势.....14
图 14：全国卷烟成品存货.....15
图 15：中国烟草行业税利与财政贡献.....15
图 16：国内吸烟率.....16
图 17：菲莫国际授权专利较多.....18
图 18：产业标准公示通知.....21
图 19：产业标准公示流程.....21
图 20：日烟 HNB 渗透.....22
图 21：日本烟草税收.....22
图 22：HNB 标准到订单的流程.....23
图 23：HNB 主要产业链.....24
图 24：2017-2025 年公司营收及增速趋势（亿元）.....27
图 25：净现金趋势（百万元）.....27
图 26：子公司架构.....27
图 27：2017-2025 年营收及增速趋势（亿港元）.....28
图 28：2017—2025 年分业务收入（亿港元）.....28
图 29：净利率与毛利率（%）.....28
图 30：分业务毛利率（%）.....28
图 31：2017—2025 年公司营收（亿元）.....29
图 32：2017—2025 年分业务收入（亿元）.....29
图 33：思摩尔研发费用（亿元）.....29
图 34：思摩尔净利率.....29

表 1：卷烟下行原因.....10
表 2：海外龙头收入与无烟业务转型（2025 年）.....10

下载日志已记录，仅供内部参考



表 3：海外 HNB 监管政策 ..... 11
表 4：海外烟草税收 ..... 12
表 5：国内雾化烟监管脉络 ..... 13
表 6：传统烟草税种 ..... 15
表 7：HNB 走私境内趋势 ..... 15
表 8：吸烟率下降对比 ..... 16
表 9：中国 HNB 出口情况一般 ..... 16
表 10：中烟今年人事变动 ..... 17
表 11：中烟反腐落马人员 ..... 18
表 12：HNB 的法律定位-归属卷烟 ..... 19
表 13：HNB 的监管框架-类卷烟监管 ..... 19
表 14：HNB 的监管政策-先探索后规范，部分政策与雾化共享 ..... 20
表 15：征求意见稿解读 ..... 21
表 16：中国烟草各地工业公司前期 HNB 布局 ..... 24
表 17：HNB 的试点实践 ..... 25
表 18：公司发展重要时间节点 ..... 28
表 19：公司发展重要时间节点 ..... 29

下载日志已记录，仅供内部参考

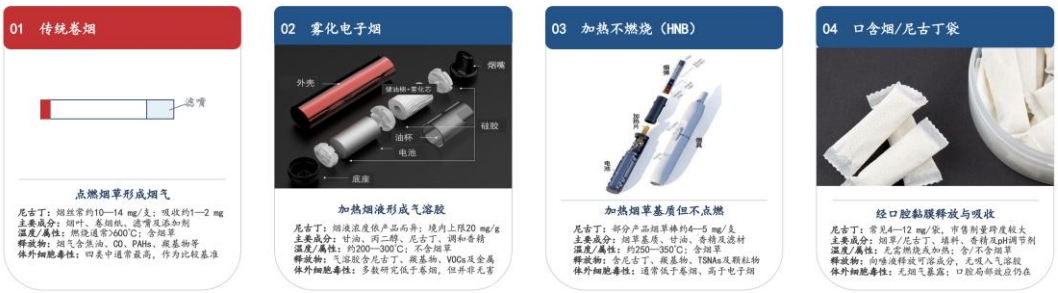


## 一、定义：新型烟草属性与海外经验

### （一）新型烟草重构尼古丁递送，HNB 在口感与毒性之间取得平衡

**新型烟草的产品差异主要来自燃烧方式、尼古丁载体与递送路径，HNB 的产品力由烟草基质、加热方式、温控系统、烟具工程和感官体验共同构成。**传统卷烟在 600℃以上燃烧烟草，烟气中含焦油、一氧化碳、多环芳烃和羰基化合物；雾化电子烟以甘油、丙二醇、尼古丁和香精组成的烟液为载体，在约 200—300℃下形成气溶胶，产品便携且口味丰富；HNB 在 250—350℃范围内加热烟草基质，保留烟草本香和接近卷烟的抽吸感，仍存在成瘾性及长期健康影响；口含烟和尼古丁袋则通过口腔黏膜吸收尼古丁。

**图 1：各类烟草产品图示与简介**




数据来源：国家市场监督管理总局、CDC、WHO、Journal of Hazardous Materials 等研究、广发证券发展研究中心

**中国烟草的制度基础是国家对烟草专卖品的生产、销售和进出口实行垄断经营与统一管理。**国家烟草专卖局由工业和信息化部管理，与中国烟草总公司实行“一套机构、两块牌子”。行政职能包括制定和执行专卖政策、发放生产批发零售许可、管理准运证、实施市场执法与打假打私；企业职能包括对行业直属单位履行出资人职责，统筹计划、财务、投资、技术、品牌和市场运行。两类职能在同一管理体系内协同，使产业政策、生产计划和专卖执法具有较强的垂直传导能力。

**行业在省级层面实行工业与商业分设，两者分工决定了卷烟的产销路径。**卷烟工业企业负责产品研发、烟叶与辅料采购、制造、质量和品牌管理，产品通过工商交易销售给各地商业企业；省级烟草公司履行本省商业运行管理和跨区域资源统筹职能，地市级烟草公司持批发许可组织市场预测、货源采购、仓储分拣、干支线配送和零售客户服务，县级局或分公司主要承担专卖管理、客户服务和市场信息采集。卷烟工业企业不直接向普通零售户供货，持证零售户须从当地持证批发企业进货，从而形成“工业生产—商业批发—持证零售”的封闭流通链条。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 2：中国烟草架构机制




数据来源：《中华人民共和国烟草专卖法》、工业和信息化部、国家统计局、国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

**烟叶原料环节同样受计划和专卖管理。**烟草公司依据种植规划与烟农签订收购合同，组织烟叶种植、分级、收购与调拨；跨省烟叶和复烤烟叶调拨执行国家计划并签订合同。工业企业根据品牌配方和年度生产任务组织原料需求，再造烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束和烟草专用机械等专卖品的生产与销售也受许可或专项管理。因而，卷烟的供应约束不仅体现在成品产量，还向上游种植、原料调拨和专用材料延伸。

**卷烟供给首先受年度总量计划约束，再通过分等级、分种类指标和工商交易落实到品牌与区域。**《烟草专卖法》规定，省级卷烟、雪茄烟年度总产量计划由国家下达，全国烟草总公司再向省级单位分解分等级、分种类产量指标，省级单位结合市场销售情况下达到工业企业。工业企业可在本企业年度总产量范围内根据市场变化调整品类结构，超过年度总量则需要主管部门批准。这一机制使卷烟供给同时具有总量刚性与结构调整空间，行业增长更多来自产品结构、批零价格和单箱税利的变化。

**市场需求通过商业体系由零售端逐级向工业端传导。**地市商业企业根据历史销量、终端订单、社会库存、批零价差、品牌价格状态和区域消费结构形成需求预测，省级商业公司统筹不同市场需求并与工业企业开展工商订货。货源进入商业库存后，零售户按周期提交订单，商业企业依据可供货源、客户类别、历史经营和货源属性组织投放与配送。实际销量、订单满足率、库销比、零售价格与动销速度再进入下一轮需求预测和工商协同。因此，“产量计划”解决总量边界，“工商订货”解决品牌和区域配置，“货源投放”则决定零售端的实际可得性。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 3：制度属性与运行机制

**制度属性**

**双重属性：**国家局管监管、许可与执法；总公司履行出资人和经营管理职能。

**工商分离：**工业企业组织卷烟生产并运营品牌，省级商业公司组织批发分销；跨省销售需经产销衔接、交易及计划安排进入各地商业渠道。

**专卖专营：**生产、批发、零售、运输及部分专用材料纳入许可或计划管理

**整体属性：**卷烟不是完全市场化的普通快消品，而是“计划调控+市场反馈”共同决定供给的专卖品。

**运行机制**

**中央部署：**国家层面确定方向，国家局/总公司制定行业规划、调控政策与年度任务。

**计划分解：**卷烟年度总量及分等级、分种类指标逐级下达，企业在计划内优化结构。

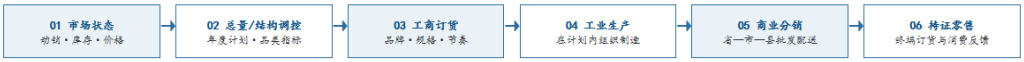
**需求反馈：**商业系统汇总动销、库存和订货，通过工商订货与调控转化为生产、分销节奏。

**运行目标：**平衡市场需求、税利贡献、市场秩序与控烟要求。

数据来源：《中华人民共和国烟草专卖法》及实施条例、工业和信息化部、国家统计局、国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

**HNB 进入国内市场需要在上述体系中新增产品与烟具的全链条管理接口。**产品端需明确烟支和烟具的生产资质、技术审评、产品编码、计划口径与批次放行；交易端需建立工商订货、烟支与烟具组合定价、税收、结算和库存管理规则；流通端需明确零售许可范围、投放策略、物流追溯、异常流动监测和消费者保护；烟具还涉及电池安全、三包售后、回收处置与烟支兼容性。强制国标完成产品安全与质量底线的统一，上述配套规则决定试点范围、供给节奏和产业链价值分配。

图 4：销售链条




数据来源：《中华人民共和国烟草专卖法》及实施条例、烟草行业工商统计调查制度、工业和信息化部、烟草制品批发许可制度、国家烟草专卖局、衡阳市人民政府、广发证券发展研究中心

### （二）卷烟长期收缩，无烟产品已成海外烟草龙头第二增长曲线

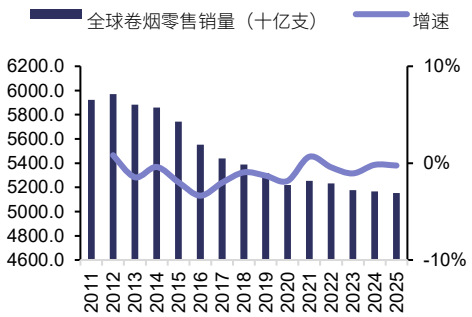
**全球卷烟消费已进入由吸烟率下降和消费代际转换共同驱动的长期收缩阶段。**WHO 数据显示，全球烟草使用

下载日志已记录，仅供内部参考



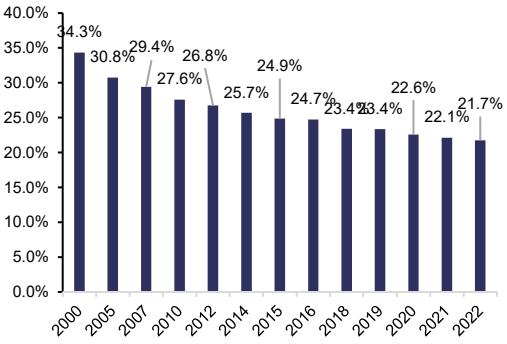
者由 2000 年的约 13.8 亿人降至 2024 年的约 12 亿人，成年人烟草使用率降至约 20%；Bloomberg 数据显示，2015 年以来全球卷烟销量持续下行，预计至 2027 年较前期高点收缩约三分之一。健康风险认知提升、年轻世代卷烟启动率降低、FCTC 与 MPOWER 框架推动提高烟草税和强化公共场所禁烟，以及包装警示、广告限制和年龄管制等措施，共同压缩燃烧型卷烟的新增用户和消费场景。企业经营数据已经反映这一变化：根据公司年报，2025 年 PMI 卷烟出货量同比下降 1.5%，其估算国际卷烟行业销量下降 1.1%；BAT 卷烟销量同比下降 7.9%、收入下降 2.3%，可燃业务的收入韧性更多来自价格提升、产品结构升级和成本效率改善。

**图 5：全球卷烟销量下行**



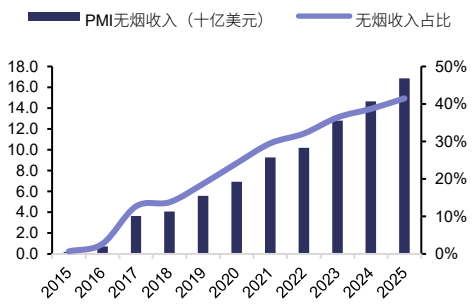

数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

**图 6：全球吸烟率下行**



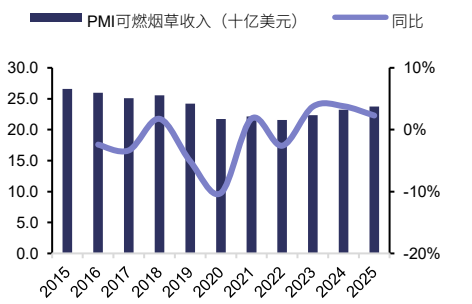

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 7：PMI 无烟收入与占比**




数据来源：菲莫国际 2020-2025 年公告、广发证券发展研究中心

**图 8：PMI 可燃烟草收入**



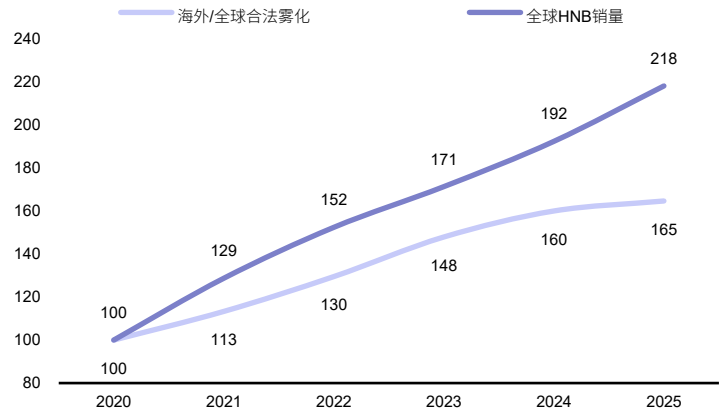

数据来源：菲莫国际 2020-2025 年公告、广发证券发展研究中心

**HNB 正在承接部分卷烟消费迁移，并成为无烟产品中规模较大、增长较快的品类。**根据弗若斯特沙利文数据，2025 年全球 HNB 市场规模约 461 亿美元、销量约 2,041 亿支，2020—2025 年销量复合增速约 16.9%；根据 Bloomberg 数据，同期全球合法雾化电子烟销售额约 232 亿美元，同比增长 0.9%，HNB 在成熟烟草企业的品牌、渠道和烟草原料体系支持下表现出更强的规模扩张能力。产品替代由减害诉求和使用体验共同驱动：加热而不燃烧降低了燃烧产生的部分有害物暴露，烟草口感、单次使用方式及零售渠道又与卷烟消费习惯较为接近；IQOS 获得美国 FDA 改良风险烟草产品授权，为特定产品在降低部分有害化学物质暴露方面提供了监管认定。由此，行业竞争维度已从卷烟品牌延伸至产品平台、监管认证、加热技术、烟支材料、渠道覆盖和用户生态。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 9：全球新型烟草增长指数（2020 基数 100）




数据来源：弗若斯特沙利文、Bloomberg、广发证券发展研究中心

表 1：卷烟下行原因

| 因素 | 作用机制 |
|---|---|
| 健康诉求 | 吸烟健康风险认知提高 |
| **年龄偏好** | 年轻世代卷烟启动率较低，更偏好无烟、便携和数字化体验 |
| WHO倡导 | FCTC、MPOWER及相对降幅目标推动各国提高控烟强度20% |
| **控烟政策** | 提高烟草税、公共场所禁烟、广告限制、包装警示、年龄管制 |
| 替烟产品迭代 | HNB、电子烟、口含尼古丁持续改善口味和使用体验 |

数据来源：WHO、WHO FCTC、PMI2025 年年报、广发证券发展研究中心

**海外烟草龙头已将无烟业务从产品补充提升为收入结构转型的核心支柱。**根据菲莫国际年报，2025 年 PMI 实现收入 406 亿美元，同比增长 7.3%，无烟业务收入增长约 15%，占总收入的 41.5%，并提出到 2030 年无烟相关净收入占比超过三分之二的目标；BAT 实现收入 256 亿英镑，新类别收入占比 14.1%，若计入传统口含烟等广义无烟产品，占比达到 18.2%，根据英美烟草公告，BAT 计划到 2030 年在约 60%的市场实现无烟净收入增长，并在这些市场推动无烟收入占比达到 50%以上。JT 当年收入 34,677 亿日元、同比增长 13.4%，无烟及新类别收入占比 3.5%，计划在 2026 年前将 Ploom X 及专用耗材覆盖 40 多个市场，并于 2028 年前在重点市场取得约 15%的加热烟草份额；帝国品牌收入 83 亿英镑、同比增长 1.9%，新型烟草收入占比 4.4%，目标是实现新型烟草业务双位数复合增长。各公司转型进度虽有差异，但资本开支、研发资源和渠道投入均持续向无烟平台倾斜，第二增长曲线已由战略选项进入经营兑现阶段。

表 2：海外龙头收入与无烟业务转型（2025 年）

| 公司 | 2025 年收入 | 总收入同比 | 无烟/新类别收入占比 | 未来展望 |
|---|---|---|---|---|
| **菲莫国际（PMI）** | 40.6 十亿美元 | 7.3% | 41.5% | 到2030年，目标是成为一个基本无烟的企业，无烟相关净收入占全球年度净收入总额的三分之二以上。 |
| **英美烟草（BAT）** | 25.6 十亿英镑 | -1.0% | 14.1% | 到2030年，公司期望约60%的市场实现无烟净收入增长，占总收入50%以上。在这些市场中，计划约40%的市场超过75%的净收入来自无烟产品，约20%的市场在50%至75%的净收入来自无烟 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **日本烟草（JT/JTI）** | 3467.7 十亿日元 | 13.4% | 3.5% | 集团计划在2026年前在40多个市场推出Ploom X及其专用耗材，并计划在2028年前在关键市场达到HTS市场15%左右的份额。 |
| **帝国品牌（Imperial Brands）** | 8.3 十亿英镑 | 1.9% | 4.4% | 2030年实现两大战略：1）推动可燃物的可持续价值；2）扩大下一代产品的规模。力图实现双位数的新型烟草（NGP）复合增长。 |

数据来源：菲莫国际 2025 年公告、英美烟草官网、英美烟草 2025 年年报、英美烟草 2025 年公告、日本烟草官网、日本烟草 2025 年年报、帝国品牌官网、帝国品牌 2025 年年报、广发证券发展研究中心

### （三）海外监管以纳入烟草体系为主，差异化税制在替代与税基之间取得平衡

**海外 HNB 监管已形成从传统烟草延伸管理到科学审评准入的多层次框架。**日本和韩国主要沿用烟草制品管理体系：日本由国税部门管理销售许可，包装规则与卷烟接轨，口味未作统一禁止，并允许部分第二类场所设置 HNB 专用吸烟室，产品可得性和消费场景共同支持 HNB 渗透率升至约 40%；韩国实行烟草零售指定登记和制造许可，图文健康警示面积不低于包装的 50%，使用场所管理与卷烟一致。欧盟以《烟草产品指令》为基础，要求上市前申报成分、生产设施和产品信息，持续提交年度报告并执行健康警示；德国要求远程销售开展年龄验证和登记，健康警示面积不低于 65%，意大利要求向海关与专卖局及卫生部门申报，并限制面向境内的远程销售，欧盟同时禁止具有特征口味的加热烟草制品。美国以 FDA 上市前审评为核心，产品需通过 PMTA；涉及降低风险或降低有害物暴露的商业传播，还需取得 MRTP 授权，监管重点落在毒理学证据、总体人口健康影响和上市后监测。

**表 3：海外 HNB 监管政策**

| 国家/地区 | 产品准入 | 渠道准入 | 包装限制 | 生产牌照 | 口味限制 | 控烟场所 | 监管态度 | 政策强度 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **美国** | 需向FDA提交PMTA | 直接、面对面销售 | FDA规定的健康警示+成瘾警告 | 向FDA注册 | 禁止调味卷烟（除烟草味） | 与传统香烟一致 | 允许严格审查后上市 | 有条件开放 |
| **日本** | 归为烟草制品管理 | 国税局发放许可证 | 卷烟相同的包装规定 | JT独占制造许可 | 未禁止调味HNB | 与香烟相同，第二类场所可设HNB专用吸烟室 | 传统烟草延伸品 | 完全开放 |
| **韩国** | 归为烟草制品管理 | 登记烟草零售指定 | 图文警示与香烟相同（≥50%） | 财政部发放制造许可 | 未禁止调味HNB | 与传统香烟一致 | 纳入烟草体系 | 完全开放 |
| **欧盟（德国）** | 需向BVL申请许可 | 远程销售必须验证并注册 | 图文警示与香烟相同（≥65%） | 注册并申报生产设施 | 禁止调味加热烟草制品 | 与传统香烟一致 | 纳入传统烟草体系 | 有条件开放 |
| **欧盟（意大利）** | 需向ADM和卫生部申报 | 禁止向境内远程销售HNB | 包装轻度标准，未完全禁止广告 | 需向ADM注册登记 | 禁止调味加热烟草产品 | 法律上与传统香烟一致 | 纳入新型烟草监管体系 | 有条件开放 |

数据来源：FDA、欧盟委员会、日本财务省/厚生劳动省、韩国国家法令信息中心、意大利 ADM、中国官方政策问答、广发证券发展研究中心

**英国、法国和意大利通过较卷烟更低的 HNB 税负，为消费替代保留价格空间。**英国卷烟按每包 20 支征收 6.69 英镑从量税、零售价 16.5%的从价税及 20%增值税，综合税负约占零售价 83.7%；HNB 按每 6 克 2.06 英镑征收消费税并叠加 20%增值税，综合税负约 56.96%。法国卷烟按每千支 68.10 欧元从量税、零售价 55%的从价税及 20%增值税征收，综合税负约 88.69%；HNB 按每千支 19.30 欧元从量税和 51.4%从价税计征，并设置每千支 336 欧元的最低税额，再叠加 20%增值税，综合税负约 72.97%。意大利卷烟税包括每千支 37 欧元从量税、零售价 47.5%的从价税及 22%增值税，综合税负约 86.91%；HNB 消费税按等量卷烟消费税的 39.5%计征并叠加 22%增值税，综合税负约 44.6%。三国均保留增值税，同时通过降低 HNB 消费税计征强度体现产品差异。

**芬兰和荷兰采用按烟草重量计征 HNB 消费税，使税收口径与烟支数量和零售价格脱钩。**芬兰卷烟按每千支

下载日志已记录，仅供内部参考



105.1 欧元从量税、零售价 52%的从价税及 25.5%增值税征收；HNB 按每千克 300 欧元征收消费税并叠加 25.5%增值税，综合税负约 28.4%。荷兰卷烟按每千支 362.12 欧元从量税、零售价 5%的从价税及 21%增值税征收，综合税负约 92.6%；HNB 按每千克 266.98 欧元征收消费税并叠加 21%增值税，综合税负约 43.03%。从量、从价和最低税额的组合决定税负对产品价格与烟支重量的敏感度：按重量计税有利于统一不同烟支规格的征管口径，从价税和最低税额则有助于稳定税基并限制低价产品利用税率结构获取过大价格优势。

**雾化电子烟与 HNB 的税制差异进一步构成卷烟、HNB 和烟液之间的梯度税负。**法国和荷兰的雾化电子烟主要征收 20%和 21%增值税；意大利对含尼古丁和不含尼古丁烟液分别按每毫升 0.14 欧元和 0.10 欧元征税，芬兰按每毫升 0.30 欧元征税并叠加 25.5%增值税；英国现阶段征收 20%增值税，并计划自 2026 年 10 月起按每 10 毫升 1—3 英镑加征烟液消费税。由此形成的监管组合同时作用于产品准入、消费场景和终端价格：较低税负为成年吸烟者转向无烟产品提供价格激励，许可、包装警示、口味管理和上市后监测约束产品外溢风险，而持续覆盖 HNB 和烟液的消费税则保障烟草税基随产品结构迁移同步调整。

**表 4：海外烟草税收**

| 国别 | 传统烟草税率 | 新型烟草税率 |
|---|---|---|
| 英国 | 从量税：2025 年 11 月 26 日起 £353.50/1000 支，2026 年 10 月 1 日起 £394.09/1000 支<br>从价税：16.5%零售价格 | HNB：2.06 £/6g + 20%增值税（总税约占 56.96%），2026.10.01 起£426.47/kg |
| | 增值税：20%<br>总税率约为：83.7% | 雾化烟液 20%增值税；2026 年 10 月起£2.2/10mL 消费税 |
| 法国 | 从量税：€68.10/1000 支<br>从价税：55%零售价格 | HNB：€50.90/1000 + 51.4%从价（最低 €336.00/1000）+ 20% VAT（总税约占 72.97%） |
| | 增值税：20%<br>总税率约为：88.69% | 雾化电子烟仅征收 20% VAT |
| 意大利 | 从量税：€37.00 / 1000 支<br>从价税：47.5% 零售价格 | HNB：等量卷烟消费税的 39.5% + 22%增值税（总税率 44.6%） |
| | 增值税：22%<br>总税率约为：86.91% | 雾化电子烟：含尼古丁 €0.143849/ml、不含尼古丁 €0.098896/ml |
| 芬兰 | 定量税：€105.1/1000 支<br>从价税：52% 零售价 | HNB：€300/kg + 25.5%VAT（总税率约为 28.4%） |
| | 增值税：25.5%<br>总税率约为：98.41% | 雾化电子烟：€0.30/ml + 25.5%VAT |
| 荷兰 | 从量税：€362.12 / 1000 支<br>最低 €390.42/1000 支<br>从价税：5% 零售价 | HNB：€266.98 / kg + 21%VAT（总税率约为 43.03%） |
| | 增值税：21%<br>总税率约为：92.6% | 雾化电子烟：21%VAT |

数据来源：英国 HMRC、法国海关、意大利 ADM、芬兰税务局、荷兰海关、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

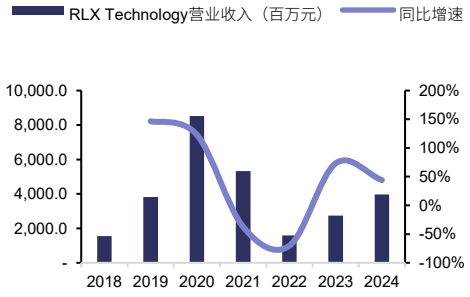


## 二、驱动：HNB 国内落地条件与历史沿革

### （一）雾化监管确立防风险、控产能和全链条追溯的政策底色

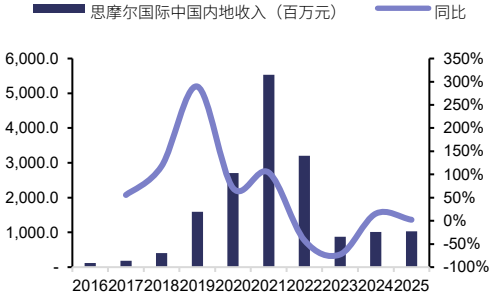
**国内雾化电子烟已形成“法律定位—主体许可—产品标准—统一交易—税收征管—追溯执法”的全链条监管框架。**2018—2019 年监管从未成年人禁售、网络销售与广告整治切入；2021 年国务院令第 750 号将电子烟等新型烟草制品纳入参照卷烟管理的法律框架；2022 年《电子烟管理办法》与 GB 41700—2022 进一步建立生产批发零售许可、技术审评、全国统一交易、产品编码与强制性标准，产品特征风味限定为烟草风味，生产和批发环节分别按 36%和 11%征收消费税。2024 年以来，商流、物流、资金流与信息流追溯，产能核定、信用监管和非法产品整治继续加强。根据公司年报，雾芯科技及思摩尔中国内地收入在政策切换后明显下降，反映出合规化同时改变了可售产品、渠道和产能结构。HNB 的监管设计将更多对接卷烟的计划、税收和专卖流通体系，同时延续未成年人保护、防止无序扩张和全链条追溯的监管底线。

**图 10：雾芯科技收入**




数据来源：雾芯科技 2020-2025 年年报、广发证券发展研究中心

**图 11：思摩尔中国大陆收入**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**雾化监管的执行过程为 HNB 建立了主体、交易和追溯三类可复用制度基础。**主体端可沿用生产、批发和零售许可及产能核定制度，交易端可接入全国烟草统一交易与结算体系，监管端可通过产品编码归集商流、物流、资金流和信息流，并把违法记录纳入信用监管。HNB 还需增加烟支与烟具组合审评、兼容性验证、烟草基质配方、批次放行、年度产量计划和工商订货等卷烟体系接口。政策强度将围绕未成年人保护、成年烟民替代、税基稳定和产品外溢风险综合设定，合规产品的供给规模、口味边界和渠道节奏均会受许可、计划与产品名录共同约束。

**表 5：国内雾化烟监管脉络**

| 时间 | 政策监管 | 主要影响 |
|---|---|---|
| **2018—2019** | 未成年人禁售、网络销售和广告整治：从渠道端阻断无序扩张。 | |
| **2021.3** | 《关于修改<中华人民共和国烟草专卖法实施条例>的决定（征求意见稿）》发布 | 拉开监管序幕 |
| **2021** | 负面舆论造势、终端门店清退、尼古丁管控 | 政策落地前行业已有施压 |
| **2021.11** | 国务院令第 750 号：电子烟等新型烟草制品参照卷烟管理。 | 符合中性预期，完成法律定性 |
| **2022.03** | 《电子烟管理办法》与 GB 41700—2022：建立许可、技术审评、烟草口味和强制产品标准。 | 降低未成年吸引力，国内市场收缩的最重要原因 |

下载日志已记录，仅供内部参考



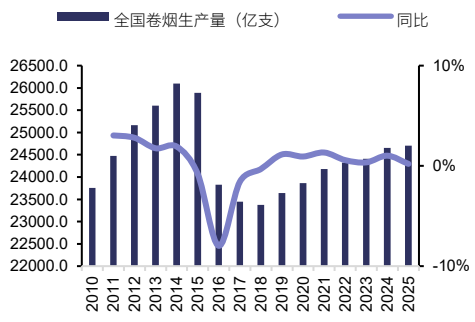
| | | |
|---|---|---|
| **2022.10** | 过渡期结束、统一平台交易并征收消费税：电子烟从价税，生产/批发环节税率 36%/11% | 监管由原则进入全面执行，市场进一步收窄 |
| **2024** | 物流与交易细则修订：归集商流、物流、资金流和信息流，强化全程追溯。 | |
| **2025.12** | 国办发〔2025〕44 号：全链条打击非法生产销售、寄递和走私回流，扩展涉烟产品监管边界。 | 打击水下市场 |
| **2026** | 核定产能与年度生产规模；7 份文件同步修订并推进信用监管，扩产与许可受到更强约束。 | 政策维持高压，监管继续收紧 |

数据来源：国务院、国家烟草专卖局、国家市场监管总局、国家标准委、财政部、海关总署、税务总局、广发证券发展研究中心

### （二）税利、走私、控烟与出海共同提高 HNB 落地的必要性

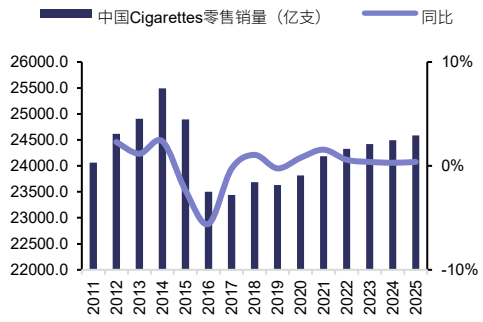
**卷烟销量趋稳与结构升级放缓，使税利增长更依赖单箱价值与新品类承接。**根据中国疾病预防控制中心调查，中国 15 岁及以上人群吸烟率由 2018 年的 26.6%降至 2024 年的 23.2%，健康意识与年轻人群偏好变化限制卷烟需求弹性。2019—2025 年全国卷烟产量由 2.36 万亿支增至 2.47 万亿支，复合增速约 0.7%，2025 年同比增速放缓至 0.2%，烟草制品业产成品存货仍处高位。过去税利增长更多依靠一类烟、细支、爆珠等产品提升销售结构和单箱收入，当价格带升级放缓后，税基稳定需要更多依靠产品迭代。根据国家烟草专卖局数据，2025 年烟草行业工商税利总额约 1.66 万亿元，2019—2025 年复合增速约 5.5%，约占全国财政收入的 7%；按 35 元/包卷烟测算，烟叶税、消费税、增值税、所得税及城建教育附加合计约 22.18 元，全口径税负约占零售价 63.4%。HNB 在专卖体系内的产品定位、价格带与税制设计，将决定其承接存量需求和稳定单箱税利的能力。税利稳定取决于销量、单箱收入和有效税负三项变量，HNB 的政策价值在于承接存量需求并重构税基。根据国家统计局与国家烟草专卖局数据，2019—2025 年卷烟产量复合增速约 0.7%，同期烟草行业工商税利复合增速约 5.5%，二者差距主要由一类烟、细支烟和爆珠烟等结构升级拉动；随着 2025 年卷烟产量增速放缓至 0.2%、消费税增速降至约 3.5%，继续依靠提价和高端化维持税利增长的空间趋于收窄。HNB 若纳入专卖体系，可将部分走私和境外代购需求转化为可计税销量，并通过烟支持续复购形成稳定税源；其财政效果仍取决于 HNB 对卷烟的替代比例、终端价格、消费税计征方式和新增合规需求规模。政策设计因而需要在保持烟草总消费受控、引导成年烟民替代和稳定财政贡献之间形成可量化的供给与税率安排。

**图 12：全国卷烟产量趋势**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 13：全国卷烟销量趋势**

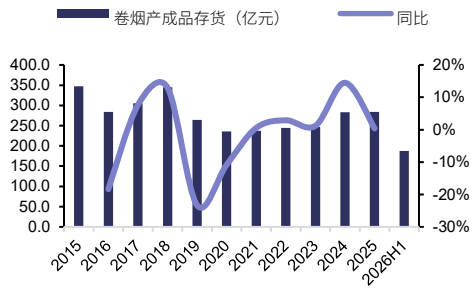



数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

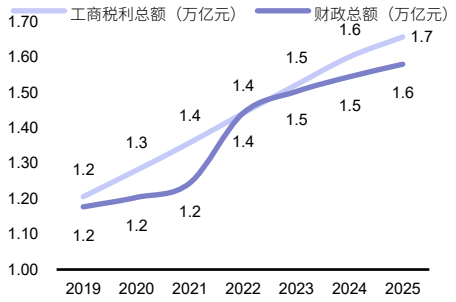


图 14：全国卷烟成品存货




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

图 15：中国烟草行业税利与财政贡献




数据来源：国家统计局统计公报、国家烟草专卖局、中国经济报、新华网转载、广发证券发展研究中心

表 6：传统烟草税种

| 税种/指标 | 金额（元/包） | 占 35 元售价 |
|---|---|---|
| 烟叶税 | 0.20 | 0.6% |
| 消费税 | 13.06 | 37.3% |
| 增值税 | 4.00 | 11.4% |
| 所得税 | 2.87 | 8.2% |

数据来源：国家税务总局官网、广发证券发展研究中心

**HNB 走私案件显示国内已存在一定规模的境外产品需求与非法流通网络。**2017—2018 年相关违法活动由零散代购向跨境团伙和全国分销升级，海关总署当时判断相关违法犯罪活动处于高发态势；2018 年全国查证 47 万余条，海关侦办 70 起、案值 5.4 亿元；2019 年“1·22”案查证 11.01 万条，2020 年宁波海关案查证超 5 万条；2021—2023 年扬州案涉案 3.2 亿元、覆盖 34 个省市区，江苏另案案值 8 亿元并查获 HNB 生产线；2024 年开平现场查获 TEREA 61.8 万支，2025 年国务院再要求全链条打击非法烟草流入和新型烟草制品走私回流。上述案件不能直接推算国内 HNB 消费总量，但可以证明非法产品已对税收征管、产品质量、物流追溯和专卖执法构成持续压力。合法市场与严格执法如何配合，是 HNB 政策需要同时解决的需求疏导与风险治理问题。

表 7：HNB 走私境内趋势

| | 走私趋势 | 相关案件 |
|---|---|---|
| 2017—2018 | 从零散代购扩展为跨境团伙和全国分销；海关总署明确称违法犯罪活动处于‘高发态势’ | 2018 年全国查证 47 万余条，海关侦办 70 起、案值 5.4 亿元 |
| 2019—2020 | 未见全国年度总量，但联合专案及海关系列案仍达十万条、数万条级，路径也有升级。 | 2019 年“1·22”案查证 11.01 万条；2020 年宁波海关案查证超 5 万条 |
| 2021—2023 | 仍有大规模走私查处，同时出现境内非法生产线 | 扬州案涉案 3.2 亿元、覆盖 34 个省市区；江苏另案案值 8 亿元并查获 HNB 生产线 |
| 2024—2025 | 2025 年国务院要求全链条打击非法烟草流入和新型烟草制品走私回流 | 2024 年开平现场查获 TEREA 61.8 万支 |

数据来源：海关总署、地方烟草专卖、地方公安、东方烟草报、国务院办公厅、广发证券发展研究中心

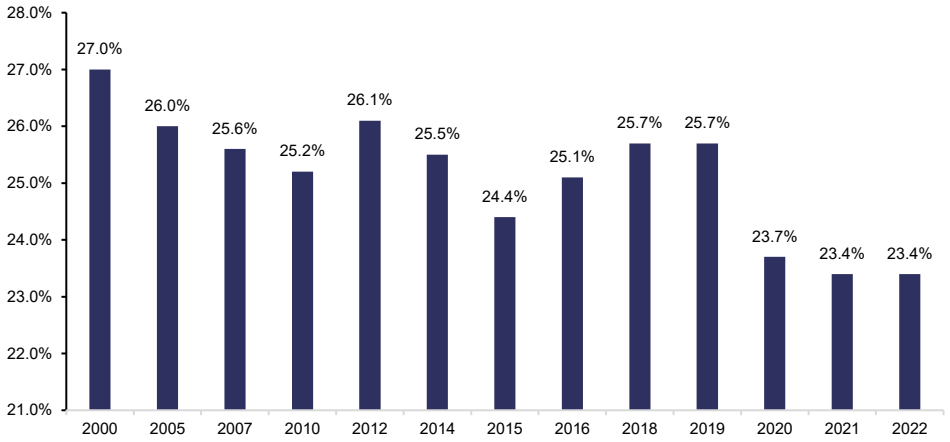
**中国吸烟率的下降速度慢于多个发达国家，同时中烟 HNB 出口与海外龙头差距扩大。**根据 WHO 数据，2010—

下载日志已记录，仅供内部参考



2025 年中国吸烟率由 25.1%降至 22.7%，相对降幅 9.6%，而日本、韩国、英国、美国和澳大利亚分别下降 32.9%、33.0%、49.2%、42.6%和 38.1%。跨国比较会受统计口径、人口结构、控烟政策、卷烟价格和替代产品可得性影响，不能将差异单独归因于 HNB；但较慢的下降速度意味着与吸烟相关的疾病、医疗支出和劳动力损失将维持更长时间，控烟立法、价格税收、戒烟服务与降低风险产品政策需要协同设计。产业端，根据公司年报，中烟香港新型烟草出口收入由 2022 年的 1.10 亿港元增至 2024 年的 1.35 亿港元，2025 年降至 0.64 亿港元、同比下降 52.5%，HNB 耗材出口量由 2024 年的 7.62 亿支降至 2025 年的 3.72 亿支；PMI 无烟收入在 2023—2025 年由 128 亿美元增至 169 亿美元，HTU 出货量由 1,253 亿支增至 1,551 亿支，并已覆盖 106 个市场。国内缺少大规模用户反馈和本土流通验证，会影响工业公司的产品迭代速度与海外渠道拓展效率。

**图 16：国内吸烟率**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**表 8：吸烟率下降对比**

| 国家 | 2010 年 | 2025 | 下降（%） | 相对降幅 |
|---|---|---|---|---|
| 中国 | 25.1 | 22.7 | -2.4 | -9.6% |
| 日本 | 25.5 | 17.1 | -8.4 | -32.9% |
| 韩国 | 27.0 | 18.1 | -8.9 | -33.0% |
| 英国 | 24.2 | 12.3 | -11.9 | -49.2% |
| 美国 | 26.5 | 15.2 | -11.3 | -42.6% |
| 澳大利亚 | 18.1 | 11.2 | -6.9 | -38.1% |

数据来源：WHO Global Health Observatory、广发证券发展研究中心

**表 9：中国 HNB 出口情况一般**

| 维度 | 中国出口数据 | 海外龙头数据 |
|---|---|---|
| HNB 收入 | 中烟香港新型烟草出口收入：22/23/24/25 年 1.10/1.30/1.35/0.64 亿港元；2022—2025 CAGR 约-16%，2025 年同比-52.5% | PMI 无烟业务收入：2023/24/25 年 128/147/169 亿美元，CAGR 约 15% |
| 2019—2020 | HNB 耗材出口量：2023/24/25 年 6.77/7.62/3.72 亿支，2025 年同比-51.2% | PMI HTU 出货：2023/24/25 年 1253/1397/1551 亿支，2025 年同比+11.0% |
| 覆盖市场 | 中烟香港 HNB 业务覆盖东南亚、中东、欧洲、中 | PMI 无烟产品 2025 年覆盖 106 个市场，IQOS 成人 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | |
|---|---|---|
| | 亚 4 大区域，且明确不含中国内地；未披露 HNB 国家数量 | 用户约 3400 万（2025 年中） |

数据来源：中烟国际（香港）官网、中烟国际（香港）2022-2025 年年报、菲莫国际 2025 年年报、菲莫国际 2025 年公告、广发证券发展研究中心

### （三）历史制约逐步缓解，HNB 政策已由法律定性进入可检测规则

**HNB 的历史落地节奏受多重制度与产业条件共同影响。**其约束可归纳为转型动力、组织精力、地方工业利益、产业链价值再分配、标准体系和专利边界六个方面。早期卷烟销售额与税利持续创新高，雾化监管又削弱外部品类对专卖体系的冲击，行业进行大规模产品切换的紧迫性较低；各工业公司的卷烟品牌基础、HNB 技术储备和海外验证差异，也使新品类投入难以形成统一节奏。随着卷烟增速、消费税增速和出口表现同步走弱，国标、安全检测与体外采购逐步落地，原有约束正在由战略争议转化为可通过制度和工程方案解决的执行问题。

**地方工业公司的利益差异使 HNB 在早期呈现分散研发、境外试销和路线并行的格局。**传统卷烟品牌相对较弱或希望形成新品类优势的工业公司更有动力通过 HNB 实现产品升级，品牌基础较强且 HNB 储备较少的企业则更重视新品类对既有份额、设备和渠道的影响；云南中烟内部拥有红塔、红河等多品牌与研发平台，四川、湖北、安徽等也选择不同烟支结构和加热路线，客观上增加了统一标准与利益协调的复杂度。根据国家烟草专卖局官网，2026 年 3—4 月，具有财税系统背景的姚来英先后任国家烟草专卖局党组书记、局长，随后围绕卷烟销售、云南和湖南等重点烟草省开展调研与会谈；7 月完整国标草案公开，显示新一轮管理团队正把高质量发展、安全治理、产品品类和产业协同纳入同一政策框架。

**表 10：中烟今年人事变动**

| 类别 | 时间 | 人员/事项 | 层级/背景 | 动作 |
|---|---|---|---|---|
| **人事** | 2026-03/04 | 姚来英任党组书记、局长 | 财税系统背景；此前任税务总局副局长 | 接替张建民；5 月兼任中烟总公司总经理 |
| **上任动作** | 2026-03 | 调研中国卷烟销售公司 | 上任后首批公开调研 | 强调守正创新、履职担当、高质量党建与发展 |
| **上任动作** | 2026-04—07 | 云南、湖南等重点烟草省调研/会谈 | 部省协同 | 公开主线为高质量发展、安全与产业协同 |
| **政策进度** | 2026-07 | HNB 强制国标完整草案 | 新班子任内公开 | 安全、烟具、烟支和气溶胶规则进入实质征求意见 |

数据来源：中央纪委国家监委、最高人民检察院、新华社、国务院、人民日报、国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

**国家局原领导案件显示，烟草系统治理已覆盖企业经营、项目承揽、人员录用、投资决策和供应商关系等核心权力环节。**2024 年 5 月，国家烟草专卖局原副局长何泽华受贿、利用影响力受贿案一审宣判，法院认定其非法收受财物 9.43 亿余元，决定执行死刑、缓期二年执行，并明确死缓依法减为无期徒刑后终身监禁；2025 年 5 月，原党组书记、局长凌成兴因受贿 4311 万余元及滥用职权造成国有资产损失 2.08 亿余元，一审被判处有期徒刑十六年；2026 年 2 月，原副局长张天峰因在项目承揽、职工录用、工作调整和职务晋升等事项中受贿 3407 万余元，一审被判处有期徒刑十二年；韩占武于 2025 年 10 月接受审查调查，2026 年 4 月被开除党籍和公职并移送检察机关。案件链条推动烟草系统把供应商准入、公开招标、技术评审、利益冲突审查和采购追溯置于更高优先级，体外企业的竞争优势也由历史合作关系转向可核验的技术、价格、交付和合规能力。

下载日志已记录，仅供内部参考



**表 11：中烟反腐落马人员**

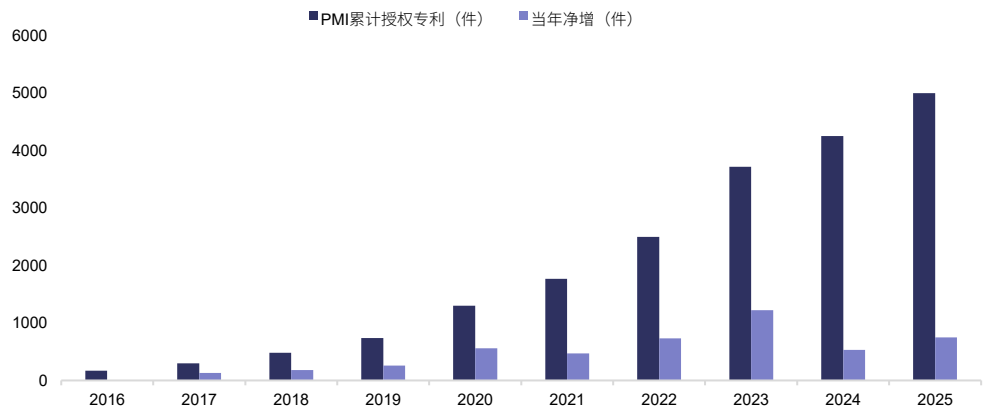
| 时间 | 人员 | 层级/背景 | 案件 |
|---|---|---|---|
| 2024-05 | 何泽华 | 原国家局副局长 | 受贿 9.43 亿余元；干部晋升/录用、业务承揽、退休后为亲属谋利 |
| 2025-05 | 凌成兴 | 原党组书记、局长 | 受贿 4311 万余元；项目承揽/经营；滥用职权致国资损失 2.08 亿元 |
| 2025-08 | 徐瑾 | 原国家局副局长 | 行政审批、企业经营、职工录用等'靠烟吃烟' |
| 2026-02 | 张天峰 | 原国家局副局长/人事司原司长 | 受贿 3407 万余元；项目承揽、录用、工作调整、职务晋升 |
| 2025-10 起 | 韩占武 | 原国家局副局长 | 企业经营、干部职工录用；礼品消费卡、权色钱色交易 |

数据来源：中央纪委国家监委、最高人民检察院、新华社、国务院/人民日报、国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

**烟草系统的人事更替与反腐治理也影响产业转型的组织节奏。**近年反腐范围覆盖国家局、省级工商企业、地市专卖局以及生产、营销、工程和物资采购等关键岗位，治理重点从个案查处延伸到制度、招采、审批和干部监督。新一轮管理团队到位后，人事调整、规范采购、强化审计和推进专卖治理并行，新产品的决策机制与责任边界逐步重塑。对 HNB 而言，这一变化有助于将转型从单个工业公司的产品探索提升为标准、许可、采购和市场管理协同推进的系统工作。

**HNB 产业化同时要求重新配置原料、制造、商业和技术供应商之间的价值量。**烟支高度使用再造烟叶，会改变原烟采购、烟农保障、薄片产能和香精用量；烟具引入电池、芯片、加热元件和结构件，会增加电子供应链与售后回收环节；工商体系还需重新设定产品计划、批零价格、货源投放和组合销售规则。标准体系因此需要从产品安全延伸到配方审评、烟支—烟具兼容、批次一致性、检测方法、包装标识和流通追溯。专利方面，根据公司公告，PMI 曾在中心加热等路径形成较强组合，近年来部分专利被无效、2023 年底 PMI 与 BAT 达成专利和解，国内中心、外围、电磁感应、红外和颗粒型技术持续迭代，使企业可以通过自主路线、交叉许可和联合研发降低侵权与供应中断风险。

**图 17：菲莫国际授权专利较多**




数据来源：菲莫国际 2020-2025 年公告、广发证券发展研究中心

**HNB 的法律地位已由早期模糊转为明确纳入卷烟管理，中烟体系也已累积十余年研发和出口实践。**2015 年烟草术语仍以材质、结构和燃吸方式定义卷烟；2017 年新型卷烟鉴别检验扩大范围；2019 年卷烟定义改为"供

下载日志已记录，仅供内部参考



人们燃吸或以其他方式抽吸的烟草制品”，HNB 正式纳入卷烟；2021 年修订后的《烟草专卖法实施条例》明确电子烟等新型烟草制品参照卷烟执行，2022 年相关批复又将范围扩展至加热后可释放含烟碱烟气的产品。产业端从 2013 年左右建立工作组，2014 年启动重大专项，2015 年成立上海新型烟草制品研究院，2016 年组织郑州院及多家工业公司联合研发；四川中烟“宽窄·功夫”、云南中烟 MC、湖北中烟 MOK/COO、安徽中烟 DUBLISS 随后进入韩国或东南亚市场，中心加热、红外、磁感和颗粒型烟支等多路线已有储备。

**表 12：HNB 的法律定位-归属卷烟**

| 时间 | 发布机构 | 文件/事件 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| **2015 年** | 国家标准委 | 《烟草术语第 2 部分：烟草制品与烟草加工》 | 卷烟从材质、结构及吸食方式三方面界定，HNB 和电子烟均不符合该定义。 |
| **2017 年** | 国家烟草局 | 《关于开展新型卷烟鉴别检验工作的通知》 | 不再要求卷烟纸作为外部材质，放弃燃吸方式要求，扩大范围，将 HNB 纳入其中。 |
| **2018 年** | 国家烟草专卖局 | 《关于专卖执法中查获新型卷烟适用法律问题的批复》等 | 延续 2017 年通知思路，进一步明确新型卷烟法律适用。 |
| **2019 年** | 国家标准化管理委员会 | 国家标准“卷烟”定义修改 | 卷烟定义修改为“以全部或部分烟草为原料，用卷烟纸或其他材料包裹后加工制成的，供人们燃吸或以其他方式抽吸的烟草制品”，HNB 正式纳入卷烟范围。 |
| **2021 年** | 国务院 | 《烟草专卖法实施条例》修订 | 第六十五条规定：“电子烟等新型烟草制品参照本条例有关卷烟的规定执行”。 |
| **2022 年** | 国家烟草专卖局 | 《关于有关新型卷烟适用法律问题的批复》 | 进一步拓宽加热卷烟范围，仅要求相关物质在加热后能够释放出含烟碱的烟气。 |

数据来源：国家标准全文公开平台、国务院、国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

**法律定性明确后，HNB 可沿卷烟专卖框架建立生产、跨省批发、零售、包装和渠道管理接口。**生产企业的设立、分立、合并及许可证由国家烟草专卖局审批；跨省批发由省级烟草专卖局受理审查、国家局审批；零售许可由地方烟草专卖局实施，产品进入烟草专卖渠道并接受属地监管。产品端需形成专门的强制标准、技术审评和产品目录，包装端需标明健康警示、烟支与烟具匹配关系及必要使用信息，交易端需纳入工商订货、货源投放、结算和防串货体系。上述接口使 HNB 具备沿既有专卖网络落地的制度基础，同时把烟具这一电子设备纳入与烟支协同的产品责任和追溯范围。

**表 13：HNB 的监管框架-类卷烟监管**

| 监管环节 | 审批/监管机构 | 主要要求 |
|---|---|---|
| **生产** | 国家烟草专卖局 | 需经国家烟草专卖局关于企业设立、分立、合并的审批后，申请办理烟草专卖生产企业许可证。 |
| **跨省批发** | 国家烟草专卖局 | 从事烟草制品跨省、自治区、直辖市批发业务，需由省级烟草专卖局受理和审查，国家烟草专卖局审批。 |
| **零售** | 地方烟草专卖局 | 由地方烟草专卖局负责审批和监管，申请烟草专卖零售许可证。 |
| **产品标准** | 国家烟草专卖局/市场监管总局 | 需符合《加热卷烟》强制性国家标准（征求意见稿）等产品标准，特征风味不应呈现除烟草外的其他风味。 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | |
|---|---|---|
| **包装标识** | 国家烟草专卖局 | 需符合卷烟包装标识相关规范要求。 |
| **销售渠道** | 烟草专卖系统 | 纳入烟草专卖销售渠道管理，实行专卖专营。 |

数据来源：烟草专卖法律法规、烟草专卖许可证制度、《加热卷烟》国家标准项目、广发证券发展研究中心

**表 14：HNB 的监管政策-先探索后规范，部分政策与雾化共享**

| 时间 | 发布机构 | 文件/事件 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| **2014 年** | - | 新型烟草制品研究课题 | 从可持续发展角度将电子烟等新型烟草制品作为关系行业未来的重要课题进行研究。 |
| **2015 年 6 月** | - | 上海新型烟草制品研究院成立 | 新型烟草制品专门研究机构设立。 |
| **2015 年 12 月** | - | 新型烟草制品装备工程研究中心成立 | 新型烟草制品装备技术研究平台设立。 |
| **2016 年** | - | 多家中烟联合研发 | 上海新型烟草制品研究院牵头组织郑州烟草研究院、湖北中烟、云南中烟、安徽中烟、中烟机械技术中心等行业单位，联合开展一款 HNB 的自主研发 |
| **2017 年 5 月** | 国家烟草专卖局 | 加强 HNB 市场监管 | 首次提出“加强对加热不燃烧烟草制品的市场监管，在全国范围内开展专项整顿清理”。 |
| **2017 年 10 月** | 国家烟草专卖局 | 新型卷烟鉴别检验目录 | 将 IQOS、GLO、Ploom、REVO 四种类型的新型卷烟产品纳入卷烟鉴别检验目录。 |
| **2018-2019 年** | 国家烟草专卖局、国家市场监督管理总局 | 禁止向未成年人出售电子烟通告 | 两部门联合发布通告，禁止向未成年人出售电子烟。 |
| **2021 年 3 月** | 工信部 | 《关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定（征求意见稿）》 | 首次提出“电子烟等新型烟草制品参照本条例中关于卷烟的有关规定执行”。 |
| **2021 年 11 月** | 国务院 | 国令第 750 号 | 《国务院关于修改〈中华人民共和国烟草专卖法实施条例〉的决定》，将电子烟等新型烟草制品纳入烟草专卖管理。 |
| **2022 年 3 月** | 国家烟草专卖局 | 《电子烟管理办法》 | 规范电子烟生产、销售和监管管理。 |
| **2022 年 4 月** | 国家市场监管总局 | 《电子烟》强制性国家标准（GB 41700-2022） | 明确电子烟产品特征风味不应呈现除烟草外的其他风味。 |
| **2022 年 10 月** | 相关部门 | 《关于对电子烟征收消费税的公告》 | 将电子烟纳入消费税征收范围。 |

数据来源：市场监管总局、烟草专卖法实施条例、中国青年报、中国烟草总公司青州烟草研究所、税务总局、全国标准信息公共服务平台、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



## 三、变化：当下 HNB 政策与未来演绎

### （一）《加热卷烟》强制国标进入公开征求意见，系统安全底线与技术路线基本明确

**2026 年《加热卷烟》强制性国家标准完成从项目计划到公开征求意见的关键转换。**4 月公开立项材料将《加热卷烟》和《尼古丁袋》纳入强制国标计划，项目周期均 16 个月；6 月 27 日计划下达，7 月 28 日完整征求意见稿发布，9 月 26 日结束 60 天征求意见，标准拟在发布六个月后实施。立项阶段明确制定必要性、范围和周期，征求意见阶段进一步将烟支、烟具与气溶胶转化为可检测、可判定的技术条款，规则已由框架描述推进至完整草案、公开反馈和实施准备阶段。

**图 18：产业标准公示通知**




数据来源：全国标准信息公共服务平台、广发证券发展研究中心

**图 19：产业标准公示流程**




数据来源：全国标准信息公共服务平台、广发证券发展研究中心

**征求意见稿以系统安全和质量一致性为底线，同时对技术路线保持中立。**标准将加热卷烟定义为通过加热烟草基质产生含烟碱气溶胶的卷烟和装置系统，同时覆盖烟支、烟具与气溶胶。工程安全条款包括电池、电气安全、儿童防护、防误启动、防水、跌落、充电和泄压，发热体表面温度上限 380℃、唇部接触区上限 55℃，平均每口烟碱不高于 0.2mg。加热片、加热针、加热棒、外围加热腔与烟支内置感应元件均可适用，中心、外围、感应等主流路线保留竞争空间。烟草基质须由烟叶、复烤烟叶、再造烟叶或烟丝加工制成，以茶叶或草本植物为主体再添加烟碱的烟弹被排除。文本未设特征口味禁令、香精香料或凉味剂清单，也未统一吸阻、预热、清洁与感官指标，企业可在满足安全底线的前提下围绕加热均匀性、口感、启动速度和使用便利性形成差异。

**表 15：征求意见稿解读**

| 维度 | 征求意见稿要求 | 产业解读 |
|---|---|---|
| 产品定义 | 定义为通过加热但不燃烧烟草基质，产生含烟碱成分气溶胶供人抽吸的卷烟和装置系统，要求覆盖烟支、烟具和气溶胶三个部分 | 草案没有把加热卷烟作为单独的烟支产品，而是将烟支和加热装置共同纳入定义。烟支和烟具是电加热卷烟不可分割的两个部分。烟支包装须标明烟具匹配要求 |
| 安全底线 | 烟具工程安全覆盖电池、电气安全、防儿童启动、防意外启动、防水、跌落、高压充电、泄压方向和发热温度。烟支主要涉及烟草基质、外观、水分活度和唇部温度。发热体表面≤380℃；唇部接触区≤55℃ | 草案重点规定设备安全、温度控制、启动保护和烟碱释放，未对残留、清洁便利性及完整感官表现作出要求。 |
| 技术路线 | 电能可以通过发热片、发热针、加热棒或外围加热腔转化为热量，也可以通过电磁感应使烟支内部的发热元件升温。发热体位于烟具内部，可以覆盖加热片、加热 | 草案没有指定中心加热、外围加热或感应加热中的任何一种路线，都属于草案可能覆盖的电加热架构。 |

下载日志已记录，仅供内部参考



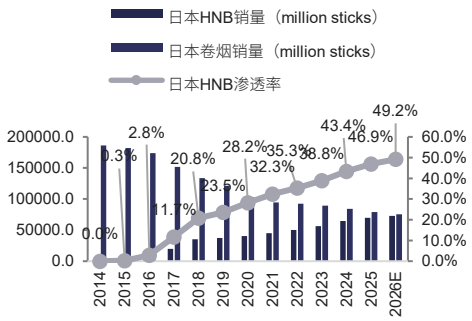
| | | |
|---|---|---|
| | 针、加热棒及外围加热腔等结构；发热体位于烟支内部，则为烟支内置发热元件留下空间。 | |
| **烟草基质** | 必须由烟叶、复烤烟叶、再造烟叶或烟丝加工制成 | 以茶叶/其他植物为主体再加烟碱的草本烟弹不属于该标准下的加热卷烟 |
| **口味** | 今年 4 月公开的立项材料曾提出，标准拟涉及烟支添加剂使用原则及禁用物质范围。此次未设特征口味禁令，也未给香精香料/凉味剂允许或禁用清单 | 国内加热卷烟的口味与添加剂范围将由产品审评和配套规则明确 |
| **体验** | 平均每口烟碱≤0.2mg；未设 CO、羰基、TSNA、VOC、重金属限值，也未统一吸阻/预热/清洁/感官 | 国标当前更像安全与质量底线，这意味着企业在加热均匀性、口感、使用便利性上还能做出差异化 |
| **进度变化** | 06-27 下达计划；07-28 发布完整草案；09-26 结束 60 天征求意见；发布后 6 个月实施 | 规则已由框架描述进入可检测条款 |

数据来源：全国标准信息公共服务平台、国家烟草专卖局、广发证券发展研究中心

### （二）国标发布后进入配套监管与试点，产品力和发展目标决定中期空间

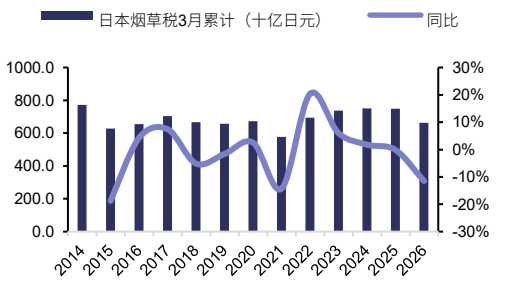
**国标落地是国内 HNB 产业化的起点，后续市场导入预计将沿配套规则完善—产品与供应链准备—局部试点—逐步扩围的路径推进。**标准发布实施后，生产许可、产品管理、工商交易、零售准入和专卖执法等制度需要同步衔接，中烟工业公司也需完成产品定型、烟支与烟具适配、产能配置和供应链准备，再通过小范围投放验证产品接受度、渠道运营效率及监管可执行性。因此，HNB 初期投放将以产品和市场验证为主要目的，后续供给规模则根据试点反馈逐步扩大。长期来看，国内 HNB 主要承接传统卷烟需求的结构性迁移，其市场空间取决于政策供给、产品竞争力和消费者转换效率。根据 Bloomberg 数据及预测，参考日本、俄罗斯和东欧等市场的发展情况，可将 10%左右渗透率作为国内 HNB 成熟阶段的观察值，对应潜在销量超过 2,000 亿支。在控烟和烟草专卖体系下，国内 HNB 预计将在控制烟草总消费的基础上推动产品结构升级并保持税源稳定，整体供给节奏相对审慎。同时，中国市场地域广、价格带和消费层次分化明显，烟具购置成本、预热与清洁便利性、烟支适配程度以及消费者对口感和使用方式的接受度，均会影响传统烟民的转换速度；最终渗透水平还将取决于中烟的产品研发能力、烟支与烟具协同开发水平及外部技术合作效率。

**图 20：日烟 HNB 渗透**




数据来源：Bloomberg、广发证券发展研究中心

**图 21：日本烟草税收**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**从国标到供应商业绩可拆分为国标发布、产品审评、生产计划、渠道税价和订单兑现五个连续环节。**国标发布决定安全与质量底线，产品审评确认配方、烟支—烟具兼容和产品名录，生产计划明确工业公司配额及中烟与

下载日志已记录，仅供内部参考



外部企业分工，渠道税价确定试点范围、批零体系、税率和终端定价，最终进入供应商认证、中标、采购、复购和产能利用率提升。各环节的推进速度决定政策预期向收入确认的传导周期。江苏中烟在征求意见稿发布后同步推进两年期加热烟具采购，说明部分工业公司已提前进入产品准备和供应链锁定阶段；试点配额落地和正式投放方案实施后，采购规模将进一步释放。

**图 22：HNB 标准到订单的流程**




数据来源：全国标准信息公共服务平台、烟草专卖法律法规、中烟采购公告、广发证券发展研究中心

### （三）烟支耗材具有更高单支用量和复购属性，烟具受份额与自主化影响更大

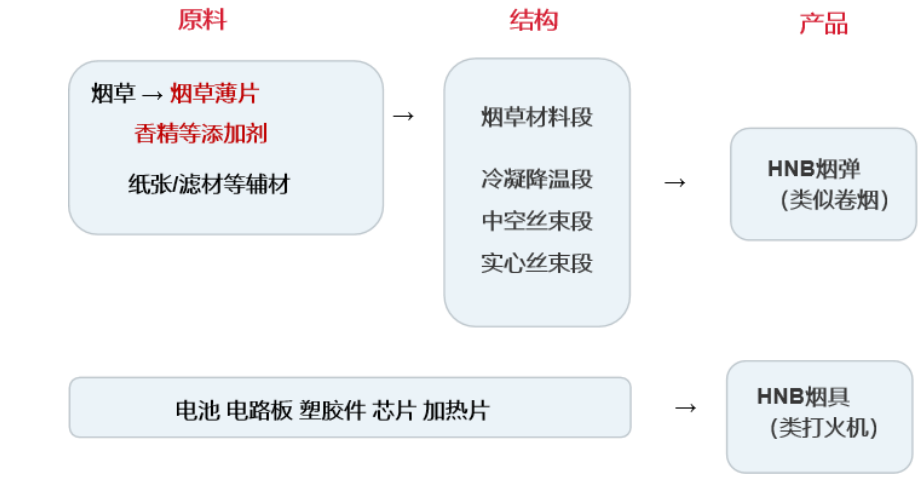
**HNB 产业链的价值量并不与传统卷烟等比例平移，香精和再造烟叶的增量明显高于单次购买的烟具。**HNB 烟支需在较低温度下实现烟草本香与特征风味的稳定释放。公开专利示例显示，HNB 专用香精添加比例可达烟草基质质量的 5%左右，传统卷烟可比香精添加比例约为 0.5%—1.0%，对应约 5—10 倍；结合 HNB 单支烟草基质约 0.30—0.33 克、传统基准卷烟约 0.775 克测算，单支香精用量约为传统卷烟的 2—4 倍，中高添加情景可达到 3 倍以上。典型 HNB 产品以再造烟叶或均质化烟草薄片作为烟草塞主体，而传统卷烟仅将再造烟叶作为叶组中的部分掺配材料，单支薄片用量为传统卷烟的 8 倍以上，在低掺配比例或轻支卷烟对比情景下可超过 10 倍。薄片和香精随烟弹消费持续复购，烟具则属于可反复使用、低频更换的硬件，其市场规模、价格和民营供应商份额还受到工业公司技术路线、供应商选择及交付能力要求的影响。因此，香精、再造烟叶、专用纸与滤材更适合以渗透率和单支价值量跟踪；烟具、自动化与检测设备则更应重视中标转订单、产能建设和合作边界。

**HNB 烟支与烟具分别对应持续耗材和耐用硬件，两端的竞争要素和收入确认方式明显不同。**烟支由烟草薄片、香精等添加剂、卷烟纸与滤材组成，内部通常包含烟草材料段、冷凝降温段、中空丝束段和实心丝束段，材料企业需通过配方、释放曲线、降温性能和批次一致性认证；烟具由电池、电路板、芯片、加热片及塑胶结构件组成，供应商竞争集中在热管理、安全控制、量产良率、成本和售后。华宝国际对应香精与薄片，恒丰纸业对应专用纸，盈趣科技偏向自动化与检测设备，中烟香港承担境外产品通道，思摩尔覆盖加热技术、烟具及烟弹结构。材料端收入随烟支销量持续复购，设备端则主要随首购、换机和产线建设确认，因此同一 HNB 渗透率对不同环节的收入弹性并不相同。

下载日志已记录，仅供内部参考



图 23：HNB 主要产业链




数据来源：《加热卷烟》国标项目、专利文件、烟草专卖制度、广发证券发展研究中心

### （四）工业公司已由产品展示走向供应商库与实质采购，市场仍将高度分化

**各中烟工业公司的 HNB 布局已由早期研发、展会亮相和小规模出口，进入烟具、香精、封口胶、封堵件和加工技术的供应商认证与采购阶段。**云南中烟较早形成“烟具+烟支+海外渠道”链条，MC 于 2018 年进入韩国，并保留 Webacco、VIPN/Ashima Lulu 等多路线；四川中烟在 2017 年实现“宽窄·功夫”出口，并持续迭代非接触式气流加热；湖北中烟 MOK/COO 于 2018 年在多特蒙德亮相并在韩国铺货；广东中烟 MU+和 ING 于老挝上市，2023 年供应商库已纳入合元、新宜康、吉迩、麦克韦尔、奇思和博迪等民营烟具企业；安徽中烟聚焦颗粒型烟支、磁感与红外透热；山东中烟由装备研发和专利起步，方寸产品开拓东南亚。近年江苏、河南、江西、广西等已开始实质采购，上海新型烟草制品研究院则承担强制国标、检测方法与共性工艺研发。由于各公司的卷烟品牌基础、技术路线、海外验证和体外合作对象不同，即使试点启动，首批产品力和市场表现也会分化。

**近年采购项目显示，中烟体系正在同时补齐烟具、材料、工艺和检测能力。**2023 年金叶卷烟厂（澳门）建立烟具供应商库，纳入合元、新宜康、吉迩、麦克韦尔、奇思和博迪等企业；2024 年江西中烟技术中心建立烟具研发与生产加工能力库，上海新型烟草制品研究院采购烟丝真空—微波干燥技术；2025 年江苏中烟采购加热卷烟香精香料，河南中烟体系开展三年期加热器具定制开发，江西中烟采购封口胶，广西中烟采购约 1.2 万个中心电阻加热器具，红云红河集团采购颗粒型烟支封堵件；2026 年江苏中烟进一步明确 iRod 商标下 U1、C1、C2 和 C3 四款烟具及单款月供不少于 2 万套的能力要求。采购对象从通用烟具延伸至香精、封堵件、胶黏剂和烟丝加工，表明产业准备已进入产品工程化与量产配套阶段。

表 16：中国烟草各地工业公司前期 HNB 布局

| 年份 | 事件 |
|---|---|
| 2015 | 中国烟草成立上海新型烟草制品研究院，开始有序支持各地方中烟企业加大对HNB市场的投资布局 |
| 2016 | 上海新型烟草制品研究院牵头组织郑州烟草研究院、湖北中烟、云南中烟、安徽中烟、中烟机械技术中心等行业单位，联合开展一款HNB的自主研发 |
| 2017 | 四川中烟/云南中烟分别推出HNB自主品牌“宽窄功夫”/“MC” |
| 2018 | 湖北中烟加热不燃烧烟具“MOK”、烟弹“COO”在多特蒙德烟草展上亮相、10月在韩国首尔上市、11月在国内开设旗舰体验店 |
| 2019 | 安徽中烟首批颗粒型加热不燃烧烟草制品“都宝(DUBLISS)”在滁州卷烟厂正式出口 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | |
|---|---|
| 2020 | 四川中烟旗下加热不燃烧品牌“功夫”在成都开设HNB体验店，同时开启国内多城市线下沙龙活动（没有正式开启试点销售，各地中烟均通过旗舰店做品类认知教育和品牌宣传） |

数据来源：中烟/招标平台官网、人民网、全国标准信息公共服务平台、中国烟草总公司青州烟草研究所 、烟草在线官网、广发证券发展研究中心

**表 17：HNB 的试点实践**

| 工业公司 | 布局动作 | 已有产品/项目 | 布局时间 | 海外/市场落地 | 体外合作 |
|---|---|---|---|---|---|
| **云南中烟** | 较早形成‘烟具+烟支+海外渠道’完整链条；MC 于韩国落地，Webacco 等持续形成多技术路线储备。 | MC、Webacco（微拜）、VIPN 烟具/Ashima Lulu 烟支；另有 VECs、Twobacco 等技术储备 | 2017 年已有产品；2018 年 4 月 MC 进入韩国 | 韩国；柬埔寨、乌克兰、俄罗斯、日本、加拿大等目标市场 | 韩国 IF 烟草株式会社负责 MC 经销；劲嘉股份与云南中烟体系合资设立嘉玉科技，承担部分 HNB 烟具生产与销售 |
| **四川中烟** | 率先实现国产 HNB 出口；持续迭代加热器具，通过海外体验店和产品推介拓展市场。 | 宽窄·功夫烟具、宽窄子弹头烟支、功夫 3.0 非接触式气流加热器 | 2017 年签署出口合同并进入韩国；2020 年成都体验店 | 韩国；马来西亚设海外体验店；持续推进国际市场 | 韩国 YM 国际科技有限公司承担早期出口/市场合作 |
| **湖北中烟** | MOK 烟具与 COO 烟支同步开发，先展会亮相、后在韩国铺货，并建设国内品牌体验窗口。 | MOK、MOK Mini 烟具；COO 烟支（中式烤烟、国际型、薄荷清凉等） | 2018 年 9 月多特蒙德亮相；2018 年 10—11 月韩国上市 | 韩国首尔；后续提及捷克及东南亚市场拓展 | |
| **广东中烟** | 历经约 5 年技术储备推出首套 HNB 产品，并通过澳门生产平台及海外供应商库推进器具制造和市场推广。 | MU+、ING 烟具/烟支；陈皮、薄荷等中式特色烟支 | 2018 年 7 月在老挝上市；2023 年建立加热器具制作供应商库 | 老挝；金叶卷烟厂（澳门）承担境外生产与经营平台职能 | 2023 年供应商库包括合元、新宜康、吉迩、麦克韦尔、奇思、博迪等 7 家烟具企业 |
| **安徽中烟** | 重点推进颗粒型烟支及磁感、红外透热等差异化加热路线，已有产品出口并持续开展颗粒材料研究。 | 巅 TOOP-ZERO、都宝 DUBLISS 颗粒型烟支；iHEA 红外透热烟具相关研究 | 2018 年 TOOP-ZERO 亮相；2019 年 1 月 DUBLISS 正式出口；2021 年以来持续颗粒型技术研究 | DUBLISS 已出口 | |
| **山东中烟** | 先建设行业新型烟草装备工程研究平台、布局烟草物料加热器专利，后推出方寸产品并拓展东南亚。 | 方寸；可调式烟草物料加热器及相关装备技术 | 2017 年形成装备研发与专利布局；2024 年方寸逐步开拓东南亚 | 东南亚 | |
| **江苏中烟** | 从早期产品储备转向烟具、香精香料等实质采购；最新项目已明确多款烟具、商标及月供能力。 | 优加；iRod 商标 U1/C1/C2/C3 四款烟具；加热卷烟香精香料 | 早期已列示优加；2025 年香精香料采购；2026 年完成加热烟具项目招标 | 公开采购面向后续业务应用 | 深圳麦克韦尔中标 U1/C1/C2 三款烟具；深圳辉际实业中标部分香精香料 |
| **河南中烟** | 已有品牌储备，并通过体系内机电公司建立加热器具定制开发供应商库。 | 悦尚；加热器具定制开发项目 | 早期列示悦尚；2025 年建立三年期加热器具定制开发供应商库 | | 郑州嘉德机电采购：深圳市博迪、深圳麦克韦尔入库/中标 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| **黑龙江中烟** | 以地方历史品牌延展 HNB 烟支，并通过外部企业合作推出烟具组合。 | LOPATO 烟支/品牌；KOKEN 联名烟具 | 2019 年 4 月产品公开亮相；后续形成 KOKEN 联名组合 | 展会和产品展示 | 国健华烟被公开行业资料列为 KOKEN 联名合作方 |
| **江西中烟** | 搭建烟具研发/生产供应商库，并采购加热卷烟封口胶等专用材料。 | 烟具研发项目、加热卷烟封口胶项目 | 2024 年烟具供应商入库；2025 年加热卷烟封口胶中标 | | 烟具库包括奇思、麦克韦尔、博迪、合元、吉迩、云熙等；封口胶由北京长润中标 |
| **广西中烟** | 围绕国际市场持续采购配套烟具，从区域项目推进到明确技术路线和采购规模。 | 中心电阻加热配套烟具 | 2023 年中东市场烟具采购；2025 年国际市场项目预计采购 1.2 万个 | 中东及周边地区、其他国际市场 | 2023 年深圳吉迩第一候选；2025 年深圳合元第一候选/拟中标 |
| **上海烟草集团** | 依托上海新型烟草制品研究院承担行业共性技术、检测方法和强制国标研发，同时开展烟丝加工技术项目。 | 加热卷烟标准、检测方法、烟丝干燥技术 | 2015 年成立上海新型烟草制品研究院；2016 年牵头行业联合研发；2024—2026 年推进技术项目及国标 | 行业研发和标准平台 | 烟丝真空—微波干燥项目由四川宏图普新微波科技中标；联合郑州院及多家工业公司起草标准 |
| **湖南中烟** | 较早布局电加热低温卷烟专利，并参与当前加热卷烟强制国标起草。 | 电加热低温卷烟专利及标准研发 | 2017 年相关专利获批；2026 年列入《加热卷烟》强制国标主要起草单位 | | 标准层面与上海新型烟草研究院、郑州烟草研究院及多家工业公司联合研发 |

数据来源：中烟/招标平台官网、人民网、劲嘉股份公告、湖北日报、全国标准信息公共服务平台、广东省机电设备招标中心有限公司、烟草在线官网、河南省招标投标协会、江西中烟官网、广西中烟官网、广发证券发展研究中心

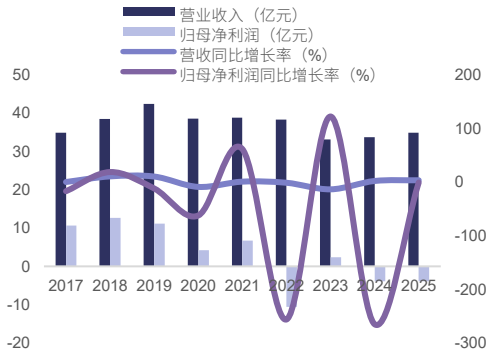
下载日志已记录，仅供内部参考



## 四、华宝国际：覆盖烟用原料、香精、香原料和调味品的综合味觉制造商

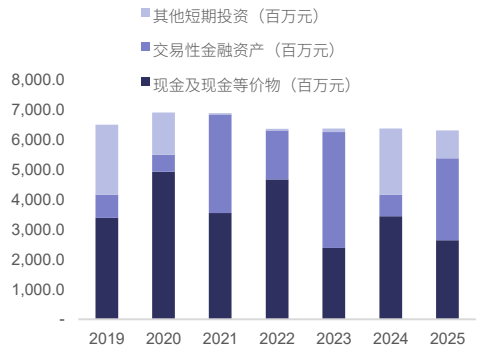
**华宝国际已从烟用香精龙头发展为覆盖香精、香原料、调味品和烟用原料的综合味觉制造商，中烟业务份额下降后的收入稳定性主要来自非烟客户粘性、多元业务和外延并购。**港股华宝国际控股 A 股华宝股份，以烟用香精起家，历史上曾拥有中烟 50%以上香精份额和 65%以上毛利率，近年来受市场竞争与采购政策变化等因素影响有所回落，华宝国际自 2010 年年报起不再单独披露烟用香精收入数据，2025 年香精板块整体收入 13.18 亿元，占总收入 37.81%，较 2017 年-21.47pct；2011 年收购广东金叶切入再造烟叶，后续向食品香精、日化香精、乙基麦芽酚、呋喃酮、复合调味品和烟草新材料扩展。2025 年公司实现收入 34.85 亿元，同比增长 3.3%，毛利率 40.8%；其中商誉及资产减值导致归母净亏损 3.89 亿元，但经调整净利润为 2.84 亿元。2021 年以来除 2023 年收入下降约 14%外，其余年份收入大体稳定，但经调整净利率已由历史高位降至 8%左右，反映高盈利烟用香精份额下降和多元业务结构变化。公司 2025 年末现金及现金等价物、交易性金融资产与其他短期投资合计形成约 61.88 亿元净现金，有息负债率仅 1.3%，为海外产能爬坡、客户拓展和味觉产业链并购提供安全垫。

**图 24：2017-2025 年公司营收及增速趋势（亿元）**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 25：净现金趋势（百万元）**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**华宝国际的产业布局以港股综合平台和 A 股香精平台为核心。**华宝股份主要承载食用、烟用和日化香精，厦门琥珀布局日化香精，上海奕方延伸爆珠与食品配料；香原料板块覆盖低碳醇、乙基麦芽酚、呋喃酮和山苍子油；调味品以广东嘉豪及新收购家福为主；烟用原料由广东金叶、华宝生物及印尼平台承载。公司的发展路径经历了烟用香精积累、再造烟叶切入、港股与 A 股平台重构，以及调味品、香原料和新型烟草的多元延伸。

**图 26：子公司架构**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



## 五、中烟香港：传统业务稳健增长，地缘政治及监管变化影响新型烟草表现

**中烟香港已从传统烟草进出口服务商成长为覆盖全球烟叶贸易、卷烟与新型烟草制品出口及境外全产业链运营的国际化烟草产业平台。**根据公司官网，中烟香港于 2004 年在香港注册成立，2019 年在香港联交所上市，2021 年收购中巴公司，开启中国烟草境外资源整合及全产业链协同发展的新格局，2023 年收入破百亿港元，2025 年构建中国雪茄国际业务统一经销平台。现为中国烟草体系内唯一的烟草业务上市公司。

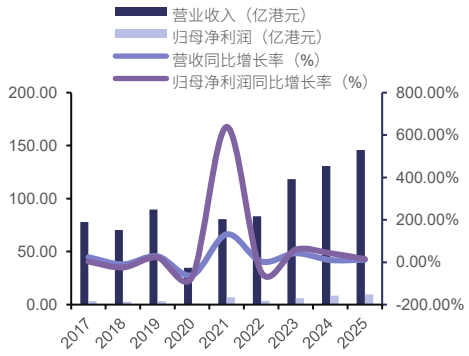
**表 18：公司发展重要时间节点**

| 年份 | 事件 |
|---|---|
| **2004年** | 中烟国际（香港）有限公司在中国香港注册成立。 |
| **2019年** | 公司成功在香港联交所上市 |
| **2021年** | 收购中烟国际巴西有限公司及其附属公司（中巴公司），开启中国烟草境外资源整合及全产业链协同发展的新格局。 |
| **2023年** | 中烟香港收入突破百亿港元，并获纳入沪港通交易平台。 |
| **2025年** | 构建中国雪茄国际业务统一经销平台。 |

数据来源：中烟香港官网、广发证券发展研究中心

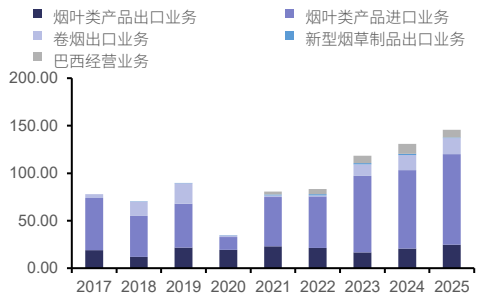
**公司收入稳健增长，传统业务支撑，新型烟草表现承压。**根据 iFind，2025 年公司实现收入 145.79 亿港元、同比增长 11.5%，归母净利润 9.80 亿港元、同比增长 14.8%，毛利率 10.1%，净利率 7.18%。烟叶进口业务收入 95.38 亿港元、同比增长 15.6%；烟叶出口业务收入 24.81 亿港元、同比增长 20.4%；卷烟出口业务收入 16.66 亿港元、同比增长 5.9%，且毛利率 22.84%，同比+5.21pct，盈利表现亮眼，传统烟叶及卷烟业务共同驱动收入增长。巴西经营业务收入 8.29 亿港元、同比下降 21.0%；新型烟草制品出口业务收入 0.64 亿港元、同比下降 52.5%，受地缘政治及监管政策变化影响下滑，收入表现仍有待政策环境回暖后修复。

**图 27：2017-2025 年营收及增速趋势（亿港元）**



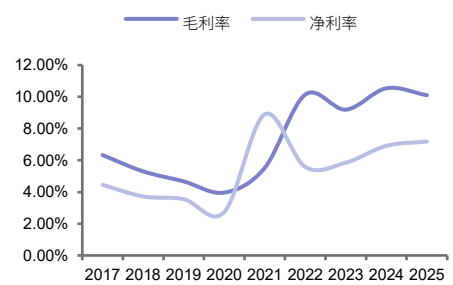

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 28：2017—2025 年分业务收入（亿港元）**



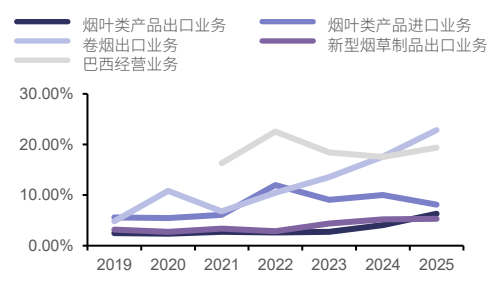

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 29：净利率与毛利率（%）**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 30：分业务毛利率（%）**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



## 六、思摩尔国际：雾化业务见底修复，但产品结构和前置研发投入仍压制利润率

**思摩尔已从电子雾化设备代工企业成长为覆盖核心技术、产品研发和规模制造的雾化科技平台。**根据思摩尔国际招股书内容，公司前身深圳麦克韦尔成立于 2009 年，2016 年推出 FEELM 加热技术，2018 年与 BAT 建立业务关系，2020 年在香港上市，2022 年以后扩展一次性电子烟与 APV，2024 年开始以 glo Hilo 验证 HNB 系统方案，根据 myglo 官网与中烟电子采购平台等招标平台，思摩尔已形成 glo Hilo 海外铺货与国内烟具中标候选人两类项目基础。

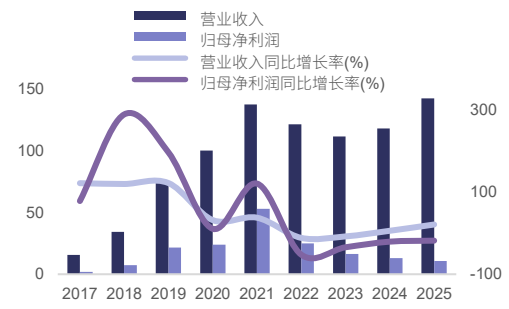
**表 19：公司发展重要时间节点**

| 年份 | 事件 |
|---|---|
| **2009年** | 成立深圳麦克韦尔 |
| **2016 年** | 推出第二代加热技术“FEELM” |
| **2018年** | 与英美烟草建立业务关系 |
| **2020 年** | 在香港联交所上市 |
| **2022年** | 布局一次性电子烟，发力APV业务 |
| **2024年** | glo Hilo研发与首发 |
| **2025年** | Hilo推进海外市场验证 |

数据来源：思摩尔国际招股书、广发证券发展研究中心

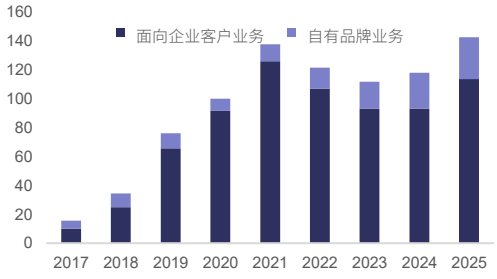
**思摩尔当前的收入复苏与利润率压力并存。**根据 iFind，2025 年公司实现收入 142.56 亿元、同比增长 20.83%，经调整净利润 12.11 亿元、同比下降 5.66%，毛利率降至 34.07%。2B 业务收入 113.44 亿元、同比增长 21.67%，合规换弹客户恢复、欧洲新品扩张和 HNB 烟具放量贡献增量；2C 业务收入 29.12 亿元、同比增长 17.65%，APV 产品迭代、品牌建设和海外分销推动收入创新高。但 HNB 早期以低毛利烟具导入客户，叠加 HNB、雾化与医疗雾化研发投入，使收入弹性暂未完全转化为利润弹性。

**图 31：2017—2025 年公司营收（亿元）**



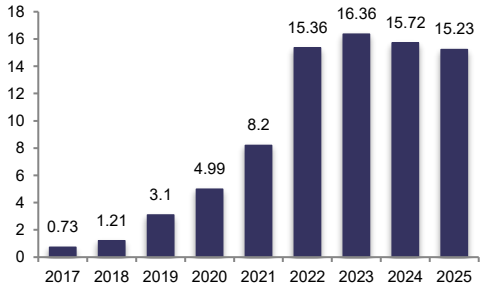

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 32：2017—2025 年分业务收入（亿元）**



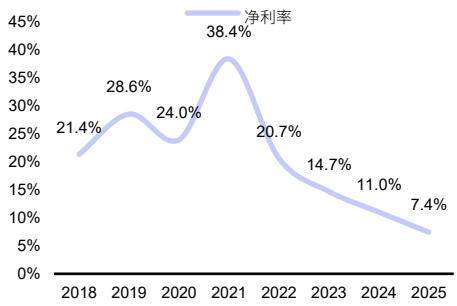

数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 33：思摩尔研发费用（亿元）**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

**图 34：思摩尔净利率**




数据来源：iFind、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考



## 七、风险提示

**政策与试点节奏不及预期。**征求意见后仍需技术审查、批准发布和六个月实施准备，并同步完成产品审评、生产计划、工商交易、零售许可、税率与专卖执法配套。环节延后可能推迟设备采购、材料备货和收入确认。

**产品力和消费者接受度不足。**HNB 渗透率取决于本香还原、烟气量、击喉感、预热速度、续航、清洁、烟支兼容和终端价格的综合表现。中国卷烟品牌、口味偏好和消费价格带更为分散，日本等单一市场的快速渗透路径难以直接外推；若首批产品复购率较低，试点扩围、烟支材料需求和烟具换机均会放缓。

**体外企业参与程度低于预期。**中烟可能将烟支成品、牌号、生产资质和核心知识产权集中在体系内，并对烟具与材料采取多供应商和分阶段采购。供应商入库仅代表具备参与资格，中标候选人仍需经过合同签署、产品审评、试点配额、采购数量和履约验收；若技术权利被买断或制造环节竞争加剧，体外企业的收入规模和利润率均可能低于市场预期。

**海外监管与客户集中风险。**美国 PMTA 与 MRTP 审评、州级产品目录、欧盟特征口味限制、一次性产品禁令、海关执法和消费税调整均会改变客户库存、产品结构与终端价格。思摩尔对 BAT 等头部客户依赖较高，Hilo 区域扩张或单一客户采购调整会放大业绩波动；华宝印尼薄片产能仍在爬坡，海外客户认证、订单节奏、良率和单吨盈利决定新增产能能否转化为现金流。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 广发造纸轻工行业研究小组

曹倩雯 ：联席首席分析师，北京大学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

李悦瑜 ：资深分析师，悉尼大学硕士，2023 年加入广发证券，曾任职于德邦基金管理有限公司，1 年证券行业研究经验。

熊思嘉 ：研究员，硕士，毕业于北京大学光华管理学院，26 年加入广发证券发展研究中心。

# 分析师及联系人



**曹倩雯**

SAC 执证号：S0260520110002
SFC CE No. BWW545
caoqianwen@gf.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考



**广发证券**
**行业投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

**广发证券**
**公司投资评级说明**

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

**联系我们**


| 地址 | 邮政编码 | 客服邮箱 |
| --- | --- | --- |
| 广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼 | 510627 | gfzqyf@gf.com.cn |
| 深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 518026 | |
| 北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 | 100045 | |
| 上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼 | 200120 | |
| 香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼 | - | |



**法律主体声明**

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

**重要声明**

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。
本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。
本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

下载日志已记录，仅供内部参考



本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

**权益披露**

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

**版权声明**

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。