

Philip Morris (PM.O/PM US)

結構性轉型將帶動評價提升

增加持股 · 首次評等

收盤價 August 1 (US\$)	163.0
3 個月目標價 (US\$)	169.2
12 個月目標價 (US\$)	188.0
前次目標價 (US\$)	N/A
維持 / 調升 / 調降 (%)	N/A
上漲空間 (%)	15.4

焦點內容

- 成功從傳統香菸製造商轉型為無煙產品領導品牌，無煙產品營收佔比已達 41%
- 消費者對香菸品牌黏著度高，公司具備產品調價能力，帶動毛利率穩步提升
- 營運現金流穩定，股息配發率高，結構性改變將帶動評價提升契機

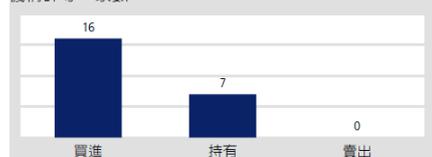
交易資料表

市值：(US\$bn)	253.7
流通在外股數 (百萬股)：	1,557
機構持有比例 (%)：	82.6
3M 平均成交量 (百萬股)：	5.8
52 週股價 (低 \ 高) (US\$)：	113.2-186.7

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	(4.6)	25.0	38.3
相對表現 (%)	(14.3)	21.7	21.6

市場綜合評等

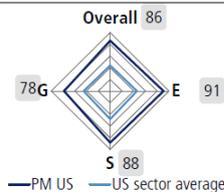
機構評等，家數



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	153	188	220
潛在報酬 (%)	(6.1)	15.5	35.0

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

重要訊息

Philip Morris International (PM) 為全球最大的菸草公司，領先業界推出加熱菸產品，從傳統香菸製造商成功轉型為無煙產品領導品牌，不僅凸顯產品創新與研發實力，也強化公司長期營運穩定成長及利潤率提升空間，我們看好 PM 結構性轉型將帶動評價提升機會。

評論及分析

成功轉型。PM 香菸產品在 180 個國家銷售，市佔率超過 25% (不含美國與中國)，旗下 Marlboro 為全球最暢銷的香菸品牌之一。有別於傳統燃燒型香菸，PM 2014 年推出能減少有害物質的替代性產品 Reduced-Risk Products (RRPs)，不僅能降低吸菸相關風險，也同時滿足尼古丁使用者的需求。旗下無煙產品包括 IQOS、ZYN 及 VEEV，深受吸菸者歡迎。自 2021 年以來，全球使用人數年複合成長近 20%，目前已達 4,100 萬人，帶動近三年營收年複合成長 15.8%，2Q25 營收佔比達 41%，顯著高於同期傳統香菸年複合成長 1.7%。PM 目標 2030 年無煙產品營收佔比逾 2/3，將持續推升營運增長動能。

強大定價能力推升利潤率。菸草產業屬於寡佔市場，且消費者對品牌忠誠度高、價格敏感度低，使得品牌廠具備強大的定價能力。PM 產品線多元，消費者黏著度高，公司得以持續推動價格上漲。過去二年傳統香菸與無煙產品的平均售價分別複合成長 2.2% 及 4.2%，帶動毛利率平均年增 1.1 及 1.9 個百分點。由於無煙產品毛利率與傳統香菸差距已擴增到 4 個百分點且銷售成長性強勁，我們相信產品組合優化將推升利潤率進一步向上。

高股息配發率、評價具提升空間。憑藉全球領導地位與產品組合優化，我們預期 PM 利潤率與獲利將穩健成長 (預估 2025-27 年複合成長 7.7%)，並創造穩定的自由現金流，且維持高股息配發 (三年平均配發率 83%，隱含殖利率 3-4%)。PM 目前本益比 20 倍，明顯低於其他消費品同業，隨著無煙產品營收佔比持續提升，強化獲利增長動能，我們認為評價具上修機會。

投資建議

我們首次評等 Philip Morris，建議「增加持股」並設定目標價 188 美元，係根據 FY26 每股盈餘預估的 23 倍。隨著公司結構性轉型持續推進，無煙產品銷售佔比提升將進一步強化獲利成長動能，並帶來評價上修的機會。

投資風險

各國政府對香菸產品監管與稅賦政策；同業價格競爭。

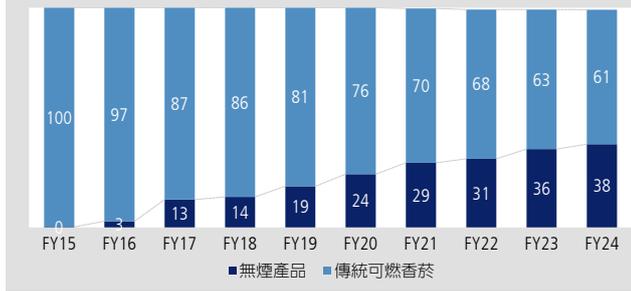
主要財務數據及估值

	Dec-22A	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
營業收入 (US\$百萬)	31,762	35,174	37,878	40,329	43,162	46,531
營業毛利 (US\$百萬)	20,360	22,281	24,549	27,230	29,424	31,999
營業利益 (US\$百萬)	12,246	11,556	13,402	14,951	16,195	17,645
EBITDA (US\$百萬)	13,683	13,900	15,472	17,010	18,522	20,239
稅後淨利 (US\$百萬)	9,275	9,334	10,215	11,908	12,682	13,820
每股盈餘 (US\$)	5.98	6.01	6.57	7.66	8.16	8.89
營業收入成長率 (%)	1.1	10.7	7.7	6.5	7.0	7.8
每股盈餘成長率 (%)	(1.6)	0.5	9.3	16.6	6.5	9.0
毛利率 (%)	64.1	63.3	64.8	67.5	68.2	68.8
營業利益率 (%)	38.6	32.9	35.4	37.1	37.5	37.9
EBITDA margin (%)	43.1	39.5	40.8	42.2	42.9	43.5
淨負債比率 (%)	(590.3)	(424.5)	(385.2)	(459.4)	(616.9)	(1182.7)
股東權益報酬率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基預估

圖 1：無煙產品營收比重持續提升

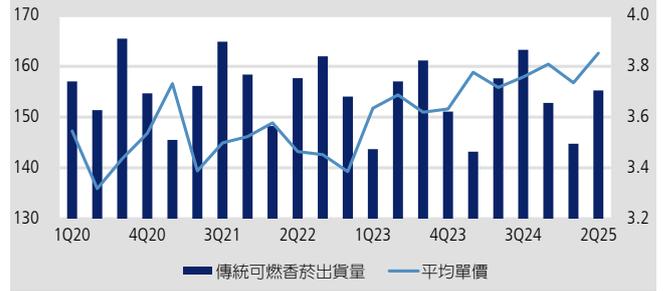
營收產品別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 2：傳統可燃香菸平均單價上揚

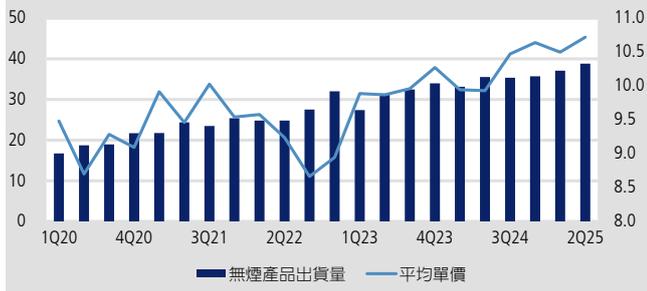
出貨量，十億個(左軸)；平均單價，美分(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：無煙產品出貨量及平均單價齊揚

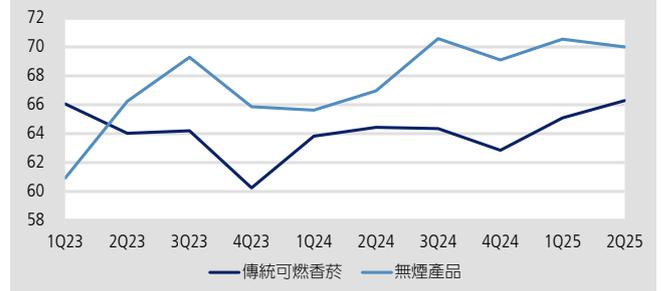
出貨量，十億個(左軸)；平均單價，美分(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：平均單價提升帶動毛利上揚無煙產品

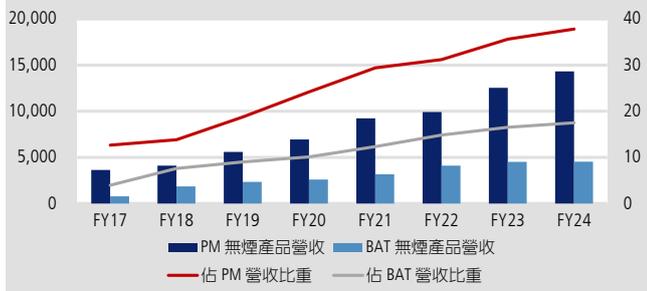
產品別毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：無煙產品成長較同業快無煙產品

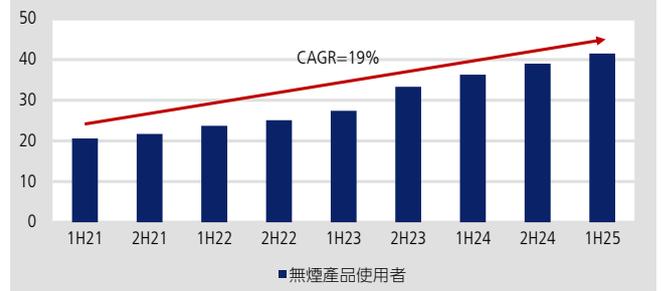
營收，百萬美元/ 英鎊(左軸)；佔營收比重，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 6：無煙產品使用人數持續成長無煙產品

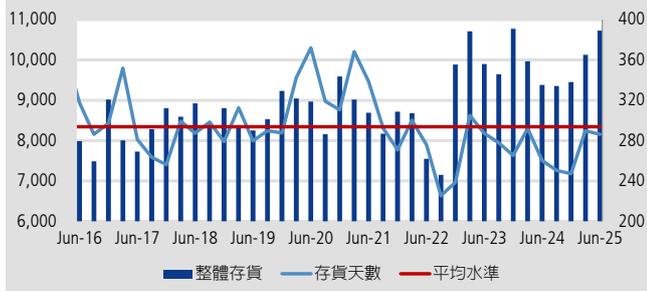
使用人數，百萬人



資料來源：公司資料；凱基

圖 7：庫存週轉天數處平均水準

整體庫存金額，百萬美元(左軸)；週轉天數，天(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 8：現金股利配發率高

現金股利，美元(左軸)；股利配發率，百分比(右軸)



資料來源：公司資料；凱基

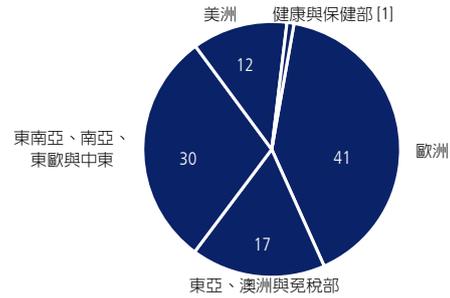
圖 9：公司概況

Philip Morris international (PMI, 菲利浦莫里斯國際) 為全球最大的菸草公司, 2008 年自 Altria Group 分拆獨立出來, 除旗艦品牌 Marlboro (萬寶路) 外, 旗下品牌還包括 Parliament 和 L&M 等, 產品在全球超過 180 個市場銷售。近年來 PMI 積極推動企業轉型, 推出無煙產品 (Smoke free products), 以 IQOS 加熱菸為主, 亦涵蓋電子煙品牌 VEEV 及尼古丁袋產品 ZYN。截至 2Q25, 59% 營收來自傳統可燃菸品, 其餘 41% 來自無煙產品, 公司目標 2030 年無煙產品營收佔比逾 2/3。

資料來源：公司資料，凱基

圖 10：歐洲為營收主要來源

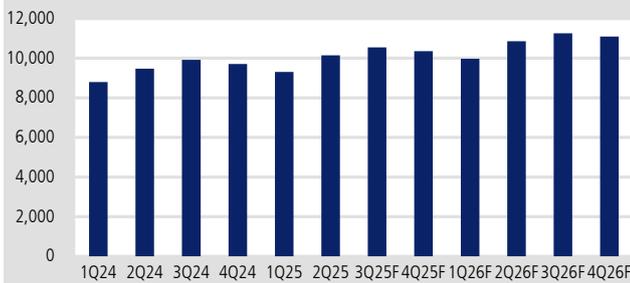
FY24 營收地區別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 11：季營業收入

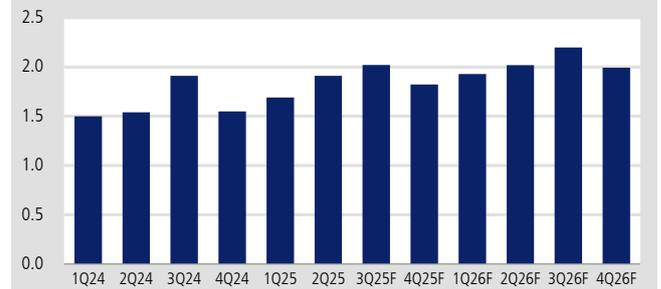
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 12：每股盈餘

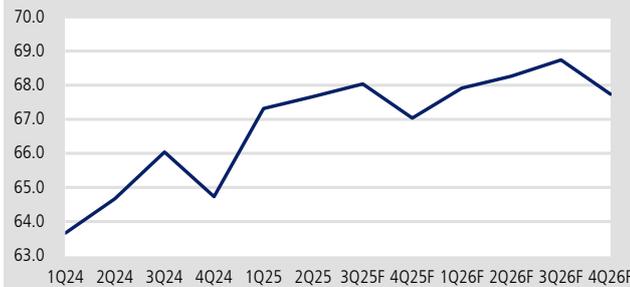
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 13：毛利率

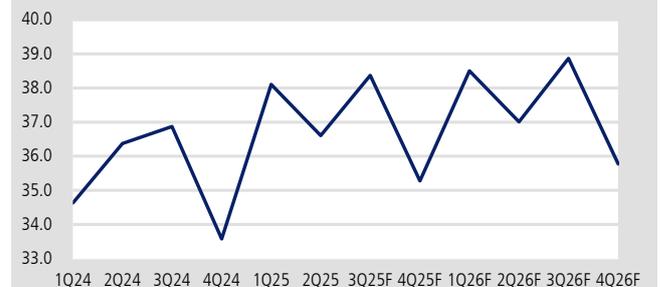
毛利率，百分比



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 14：營業利潤率

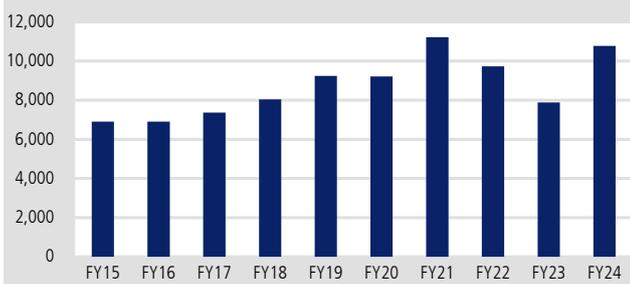
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 15：自由現金流

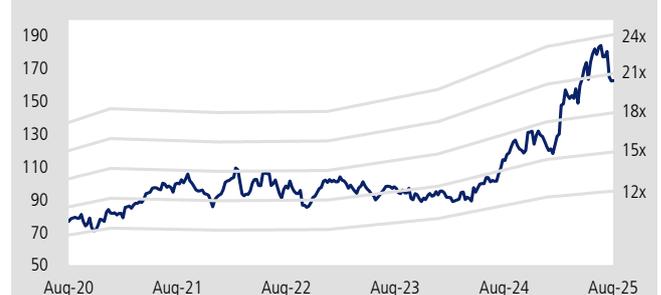
自由現金流，百萬美元



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 16：未來 12 個月預估本益比區間

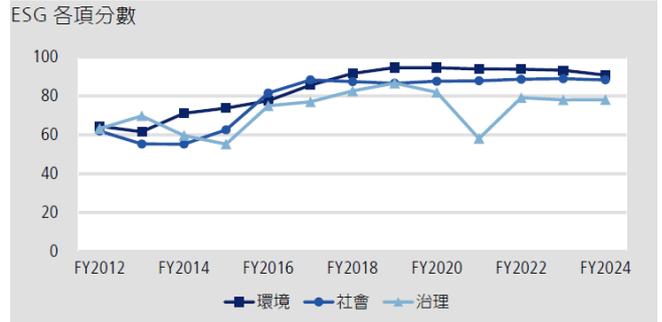
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 17 : ESG 整體分數

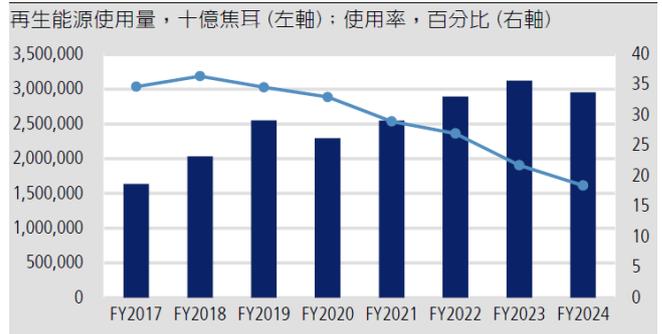

資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 18 : ESG 各項分數


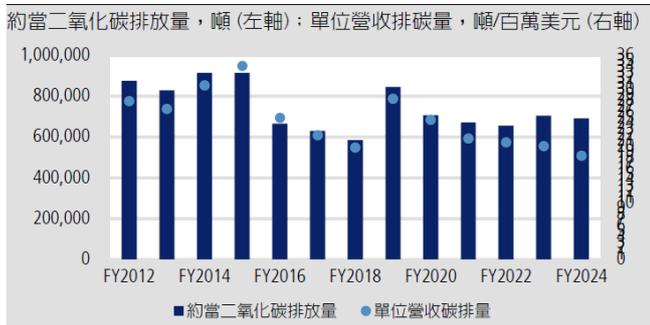
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 19 : 能源消耗


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 20 : 再生能源使用


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 21 : 碳排放量


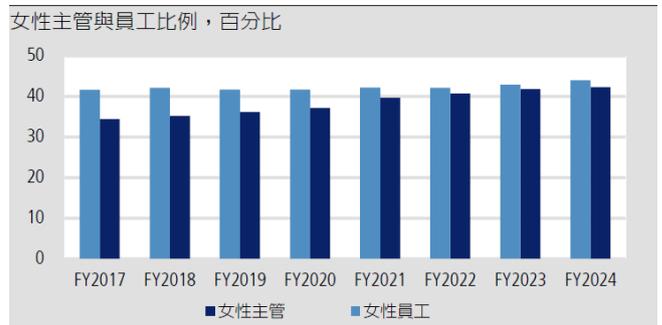
資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 22 : 廢棄物總量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 23 : 耗水量


資料來源 : Refinitiv、公司資料

圖 24 : 性別多樣性


資料來源 : Refinitiv、公司資料

上述為證監會持牌人, 隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動, 其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份、發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見, 凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改, 本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱, 並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下, 擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及之任何證券持倉。