Philip Morris
(PM.O/PM US)

增加持股・維持

收盤價 October 21 (US$)	197.5
3 個月目標價 (US$)	203.6
12 個月目標價 (US$)	222.0
前次目標價 (US$)	210.0
調升 (%)	5.7
上漲空間 (%)	12.4

焦點內容

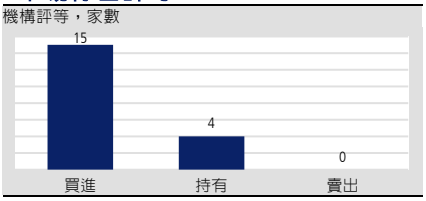
1. 3QFY26 調整後 EPS 2.36 美元，優於預期，受惠營收增長與毛利率擴張
2. 無煙產品市佔率穩步提升，推動營收佔比至四成以上
3. 無煙產品滲透率提升與產品組合優化將帶動 2026 年獲利年增 10-12%

交易資料表

市值：(US$bn)	307.8
流通在外股數 (百萬股)：	1,559
機構持有比例 (%)：	105.3
3M 平均成交量 (百萬股)：	4.7
52 週股價 (低 \ 高) (US$)：	142.1-210.5

股價表現	3M	6M	12M
絕對表現 (%)	1.6	20.4	25.9
相對表現 (%)	(1.8)	11.8	10.1

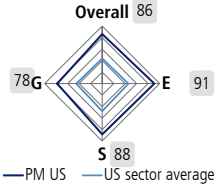
市場綜合評等



12M 機構目標價	最低	平均	最高
目標價 (美元)	175	211	230
潛在報酬 (%)	(11.4)	6.7	16.5

資料來源：Bloomberg

ESG 分數評等



資料來源：Refinitiv、凱基

市佔提升，成長延續

重要訊息

Philip Morris (PM) 3QFY26 財報表現穩健，無煙產品營收及市佔率持續成長，帶動利潤率擴張。隨著無煙產品滲透率提升優化產品組合，我們預期公司獲利結構進一步改善將支撐中長期營運成長動能。

評論及分析

3QFY26 獲利優於預期。調整後 EPS 2.36 美元，年增 5.4%，高於市場共識 2.30 美元，主因利潤率表現優於預期。受惠無煙產品市佔率提升及傳統香菸漲價，營收年增 5.5%至 114 億美元，超前市場預期 1.2%。毛利率延續季增及年增趨勢，3Q26 年增 0.8 個百分點至 68.7%，其中無煙產品跟傳統香菸毛利率都同步提升。IQOS 規模效益擴大加上產品組合改善帶動國際無煙產品毛利率進一步提升。傳統香菸儘管需求趨於成熟，公司調漲價格也有效抵銷部分銷量壓力。

無煙產品市佔率穩步提升。公司近年積極推動無煙產品轉型，成效持續顯現。3QFY26 無煙產品營收佔比達四成，整體無煙產品市佔率也進一步提升至 62%。其中 IQOS 在日本等核心市場維持領先地位，ZYN 亦持續擴大美國尼古丁袋市場份額，而 VEEV 已成為歐洲最大的封閉式電子煙品牌之一。管理層預期第四季無煙產品成長速度將較第三季進一步加快，我們認為公司具倍品牌、產品創新及通路佈局優勢，透過市佔率提升及消費升級趨勢將持續提升無煙產品比重，進一步強化中長期成長動能。

獲利維持雙位數成長。管理層維持 2026 年營收成長 5-7%、調整後 EPS 年增 10-12%至 8.29-8.44 美元的展望，反映無煙產品滲透率提升及定價策略持續發揮效益。儘管第四季將受到美國市場 ZYN 擴產以及地緣政治因素推升供應鏈成本影響，管理層認為全年獲利成長雙位數目標仍有望達成。我們相信公司無煙產品佔比持續提高，產品組合優化將帶動獲利延續成長週期。

投資建議

PM 在全球無煙產品市場領導地位穩固，市佔率提升與產品組合優化將支撐營收及獲利成長動能。我們認為公司將維持優於同業的成長表現，有機會帶動評價水準上修。我們維持「增加持股」評等並調整目標價至 222 美元，根據 23 倍本益比不變。

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-23A	Dec-24A	Dec-25A	Dec-26F	Dec-27F	Dec-28F
營業收入 (US$百萬)	35,174	37,878	40,648	43,690	46,090	48,713
營業毛利 (US$百萬)	22,281	24,549	27,282	29,859	31,555	33,558
營業利益 (US$百萬)	11,556	13,402	14,892	17,116	17,921	19,002
EBITDA (US$百萬)	13,337	14,688	16,428	19,312	20,240	21,423
稅後淨利 (US$百萬)	9,334	10,215	11,747	13,225	14,305	15,075
每股盈餘 (US$)	6.01	6.57	7.54	8.51	9.20	9.65
營業收入成長率 (%)	10.7	7.7	7.3	7.5	5.5	5.7
每股盈餘成長率 (%)	0.5	9.3	14.8	12.8	8.2	4.8
毛利率 (%)	63.3	64.8	67.1	68.3	68.5	68.9
營業利益率 (%)	32.9	35.4	36.6	39.2	38.9	39.0
EBITDA margin (%)	37.9	38.8	40.4	44.2	43.9	44.0
淨負債比率 (%)	(424.5)	(385.2)	(502.6)	(657.7)	(1274.5)	Net Cash
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 1：3QFY26 財報暨 4QFY26 市場共識

	3Q FY26					4Q FY26F		
百萬美元	實際數	QoQ (%)	YoY (%)	市場共識	差異 (%)	市場共識	QoQ (%)	YoY (%)
營收	11,438	2.2	5.5	11,300	1.2	10,949	(4.3)	5.7
毛利	7,854	2.5	6.7	7,749	1.4	7,342	(6.5)	7.9
營業利益	5,117	7.2	9.6	4,899	4.5	4,161	(18.7)	11.8
稅前獲利	4,594	7.0	14.3	4,425	3.8	3,742	(18.6)	18.9
稅後淨利	3,688	7.5	5.7	3,545	4.0	2,995	(18.8)	13.1
每股盈餘 (元)	2.36	7.3	5.4	2.30	2.4	1.95	(17.5)	14.5
毛利率 (%)	68.7	0.3 ppts	0.7 ppts	68.6	0.1 ppts	67.1	(1.7) ppts	0.0 ppts
營利率 (%)	44.7	2.1 ppts	1.7 ppts	43.4	1.4 ppts	38.0	(6.7) ppts	2.1 ppts
淨利率 (%)	32.2	1.6 ppts	0.1 ppts	31.4	0.9 ppts	27.4	(4.9) ppts	1.8 ppts

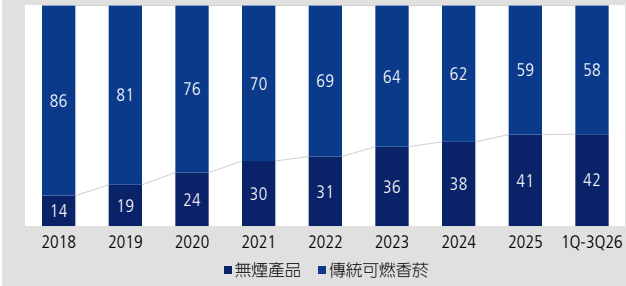
資料來源：公司資料；Bloomberg；凱基

PM 3QFY26 財報後電話會議摘要：

- 管理層維持 2026 年展望不變，預期有機營收成長 5-7%，並有機會落在指引區間的中高檔水準。
- 2026 年調整後 EPS 預估 8.29-8.44 美元，年增 10-12%。雖然第四季將面臨美國市場投資增加、原物料成本上升及供應鏈干擾等挑戰，但管理層認為全年雙位數獲利成長目標仍有望達成。
- 成長動能主要來自無煙產品業務，包括 IQOS、ZYN 及 VEEV 三大品牌。目前無煙產品市占率進一步提升至 62%，而國際市場香菸與加熱菸合計市占率也首次突破 30%，管理層預期第四季無煙產品成長速度將較第三季進一步加快。
- IQOS 仍是 PMI 最重要的成長平台之一。即使日本近期調漲價格幅度高於主要競爭對手，市占率仍穩定維持在約 68%。
- 台灣、印尼及墨西哥等新興市場表現尤其亮眼，IQOS 在當地加熱菸市場的市占率均已超過 80%。
- 美國市場 ZYN 透過新口味、新規格以及通路鋪貨擴大，帶動市占率較年中進一步提升 1.4 個百分點。為滿足未來需求，公司正積極擴充美國產能，同時推動產品包裝由 15 包裝升級至 20 包裝。
- 美國 ZYN 相關產能建設、品牌推廣及產品轉換成本將壓抑第四季獲利表現，使美國業務營業利益可能接近損益兩平。但這些投資屬於成長型投資，有助於進一步鞏固未來數年的市場領導地位。
- 國際無煙產品毛利率進一步提升至 70%，較去年同期持續改善，主要受惠 IQOS 獲利能力提升，以及 VEEV 電子煙業務規模快速擴大。管理層認為，隨著無煙產品比重持續提高，未來整體毛利率仍有進一步上升空間。
- 近期中東地區衝突帶動能源價格上漲，加上烏克蘭相關供應鏈中斷，公司面臨較高的原料及物流成本。管理層估計，上述因素合計約影響全年 EPS 成長率 1 個百分點。不過公司具備全球化供應鏈、多元採購來源能力，可透過產品漲價及效率提升來吸收成本壓力。

圖 2：無煙產品營收比重持續提升

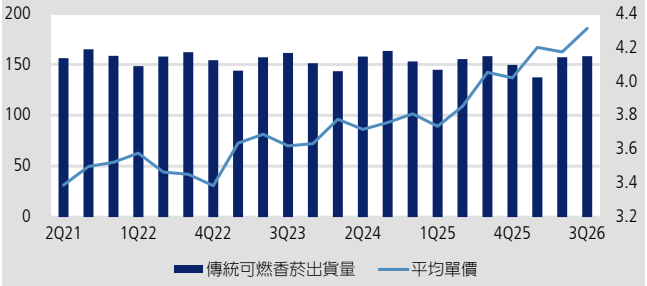
營收產品別，百分比



資料來源：公司資料；凱基

圖 3：傳統可燃香菸平均單價上揚

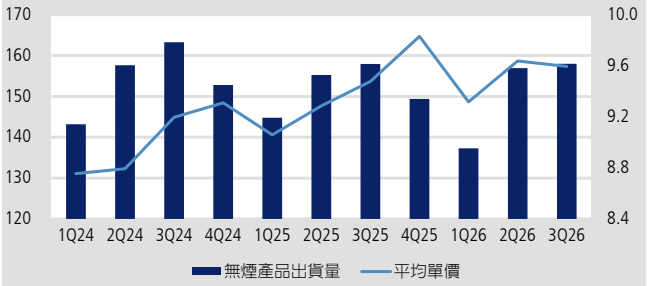
出貨量，十億個 (左軸)；平均單價，美分 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 4：無煙產品出貨量持續增長

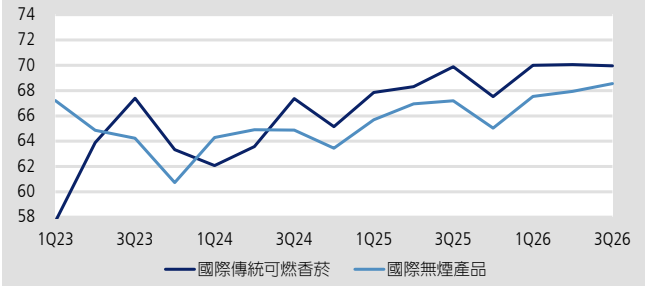
出貨量，十億個 (左軸)；平均單價，美分 (右軸)



資料來源：公司資料；凱基

圖 5：平均單價提升帶動產品毛利上揚

產品別毛利率，百分比



資料來源：公司資料；凱基

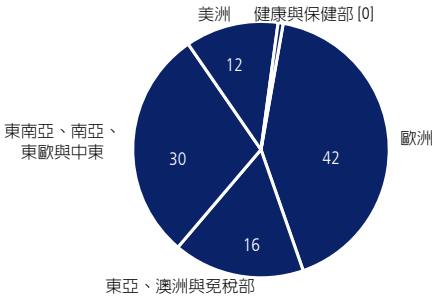
圖 6：公司概況

Philip Morris international (PMI, 菲利普莫里斯國際) 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 3Q26，58%營收來自傳統可燃菸品，其餘 42%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 7：歐洲為營收主要來源

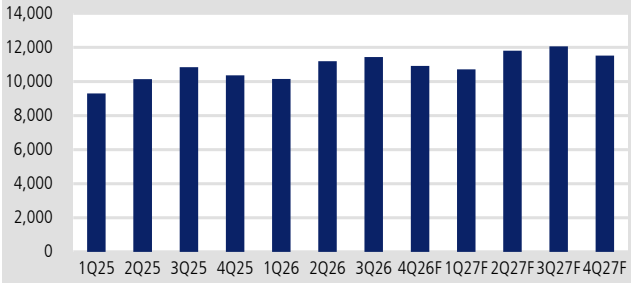
FY25 營收地區別，百分比



資料來源：公司資料，凱基

圖 8：季營業收入

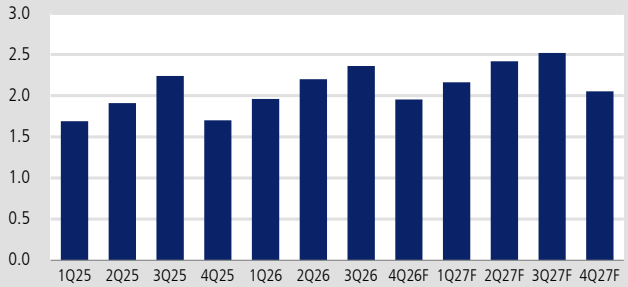
季營業收入，百萬美元



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 9：每股盈餘

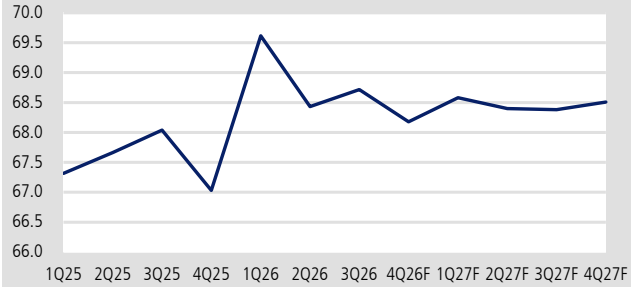
每股盈餘，美元



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 10：毛利率

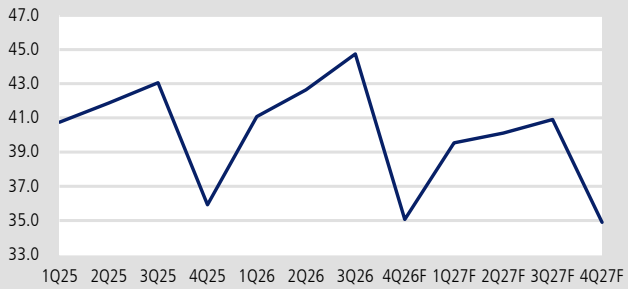
毛利率，百分比



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 11：營業利潤率

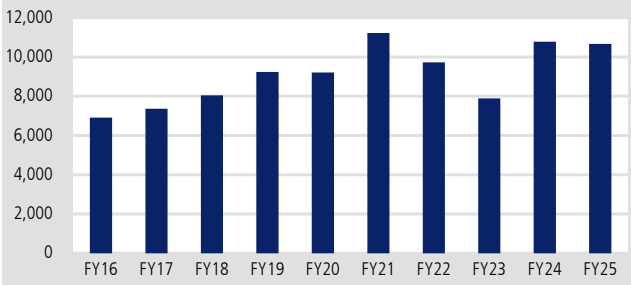
營業利潤率，百分比



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 12：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 13：未來 12 個月預估本益比區間

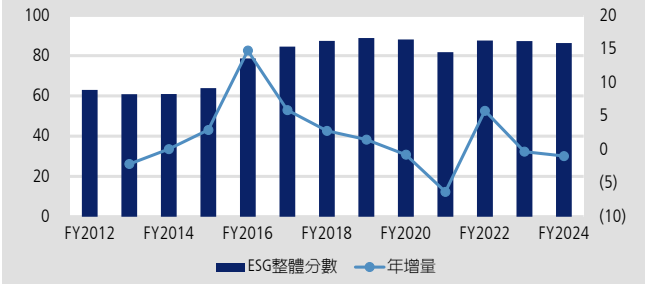
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：公司資料，凱基預估

圖 14：ESG 整體分數

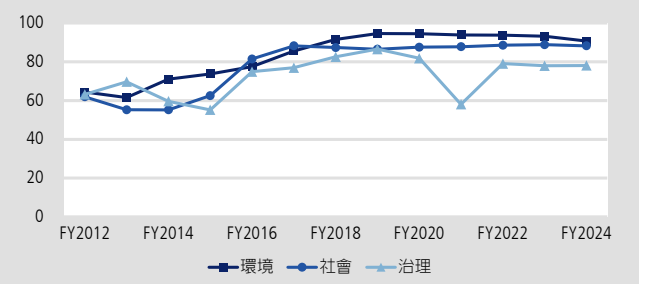
ESG 整體分數 (左軸)；年變化，百分點 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 15：ESG 各項分數

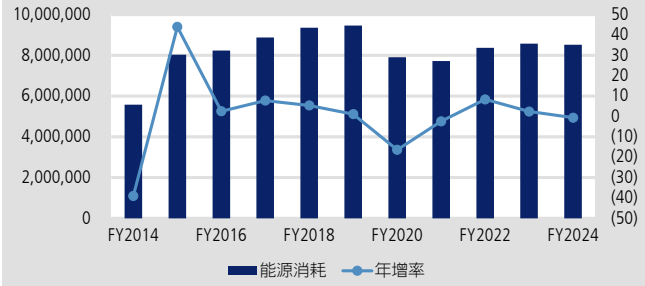
ESG 各項分數



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 16：能源消耗

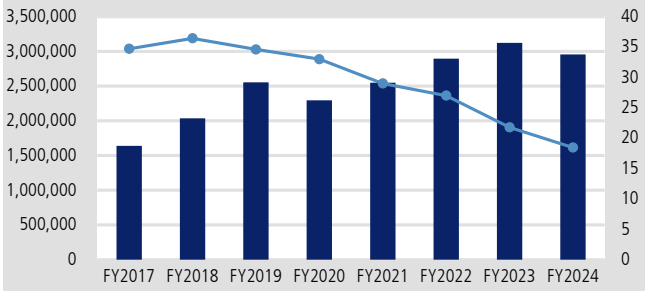
能源消耗，十億焦耳 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 17：再生能源使用

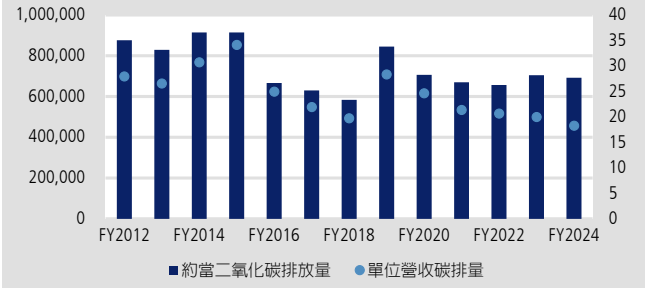
再生能源使用量，十億焦耳 (左軸)；使用率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 18：碳排量

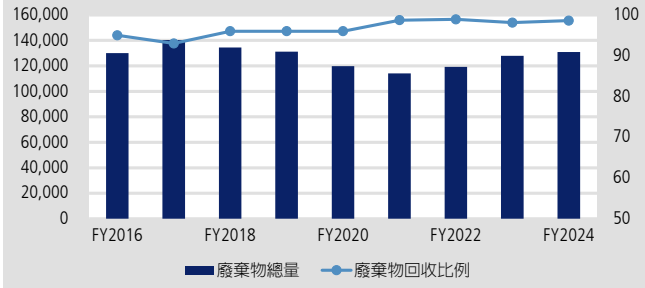
約當二氧化碳排放量，噸 (左軸)；單位營收排碳量，噸/百萬美元 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 19：廢棄物總量

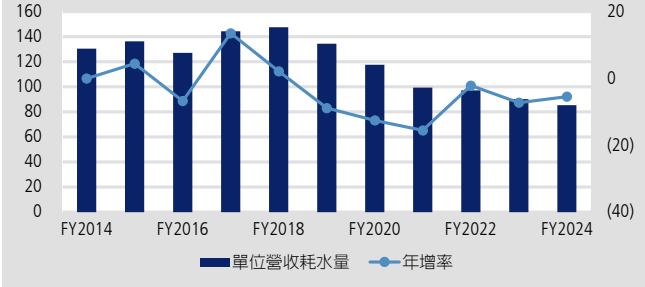
廢棄物總量，噸 (左軸)；廢棄物回收比例，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 20：耗水量

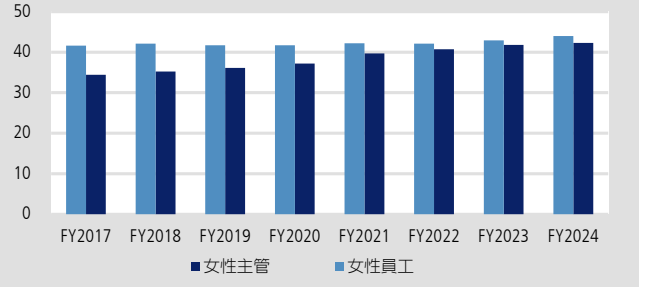
單位營收耗水量，立方公尺/百萬美元 (左軸)；年增率，百分比 (右軸)



資料來源：Refinitiv、公司資料

圖 21：性別多樣性

女性主管與員工比例，百分比



資料來源：Refinitiv、公司資料

項目	定義
能源使用	直接與間接能源消耗總量(十億焦耳) - 公司運營範圍內消耗之能源總量 - 能源使用總量 = 直接能源消耗總量 + 間接能源消耗量 - 總能源使用量包括購買的能源、生產的能源 - 就公用事業而言，輸電/電網損耗為其業務活動之一部分，被視為總能源消耗，數據不包括為滿足能源使用而生產的電力（公用事業為出售而生產） - 就公用事業而言，用於能源生產的煤、天然氣或核能等原料不屬於「總能源使用」項下
購買之再生能源	Primary 再生能源購買總量(十億焦耳) - 公司各種來源之能源消耗量與購買的能源中屬於自然界可再生者（太陽能、風能、水能、生物質能、地熱能）之量 - 如無證據顯示再生能源由公司生產，則所報告的能源數據視為購買的再生能源
再生能源使用率	再生能源占總能源消耗量之比例
CO2 約當排放量	直接 CO2 與 CO2 約當排放量(公噸) - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
CO2 約當排放量營收比	直接 CO2 與 CO2 約當排放量（公噸）銷售（百萬元）比 - 公司擁有或控制的來源的直接排放量（範圍 1 排放量） - 相關氣體：二氧化碳 (CO2)、甲烷 (CH4)、一氧化二氮 (N2O)、氫氟碳化物 (HFCS)、全氟化合物 (PFCS)、六氟化硫 (SF6)、三氟化氮 (NF3)
廢棄物總量	廢棄物總量(公噸) - 總廢棄物 = 無害廢棄物 + 有害廢棄物 - 僅考慮固體廢棄物，但如液體廢棄物以公噸為單位呈報，則會將其加入求得包含液體廢棄物之總量 - 對於採礦、石油與天然氣等行業，tailings、廢石、煤、飛灰等廢棄物亦考慮在內
廢棄物回收率	公司呈報的廢棄物回收率 - 廢棄物回收率 = 廢棄物回收量/總廢棄物*100 - 廢棄物轉化為能源或經由廢棄物焚燒產生能源視為廢棄物回收 - 經由堆肥回收的廢棄物視為回收之廢棄物
總取水量	總取水量(立方公尺) - 由呈報組織直接或經水公司等中介機構從任何水源抽取的總水量 - 水井、城鎮/公用事業/市政用水、河水、地表水等不同之水源均予以考慮
環保支出	環保支出總金額 - 所有用於環境保護，或防止、減少、控制環境因素、影響、危害的投資與支出，亦包括處置、處理、衛生、清理支出
員工流動率	員工流動率 - 包括任何原因（自願或非自願）離開公司的員工，如辭職、退休、自然離職/死亡、醫療失能、冗員、裁員、重組、解僱、裁減或定期合約到期 - 員工流動率 =（離開之員工/平均員工人數）*100 - 平均員工人數 =（本年末員工人數 + 去年末員工人數）/2 - 本財年末員工數 =上個財年末員工數 + 新員工數 - 離開之員工數
女性經理	女性經理百分比 - 女性經理占公司經理的百分比 - 如有不同階層之百分比，如最高階、高階、中階、初階，則會考慮中階女性經理之百分比 - 女性經理百分比 = 女性經理人數/經理總數*100
女性員工	女性員工百分比 - 女性員工占公司員工總數的百分比 - 女性員工百分比 = 女性人數/員工總數*100
教育訓練總時數	所有員工教育訓練總時數 - 僅考慮員工教育訓練時數 - 包括一般員工所有類型的教育訓練（如健康與安全、環境、急難事件救援、技能與職業發展） - 如果數據以天為單位，則乘以 8，係假設 1 天 = 8 小時工作
每位員工教育訓練時數	平均每年每位員工總教育訓練時數
股東治理分數	衡量公司用以反收購工具的有效性
公司治理分數	衡量公司對最佳治理原則的承諾和有效性
產品責任分數	衡量公司生產優質產品和服務的能力，且產品是否將客戶的健康、安全、整合性和數據隱私進行綜合考量
社區關係分數	衡量公司對成為優良公民、保護公衆健康和尊重商業道德的承諾
勞動力分數	衡量公司在員工工作滿意度、健康、工作場所的安全、多樣性、平等以及員工發展機會方面的成效
資源使用指標	衡量公司在原物料、能源或水的使用效率，以及是否通過改進供應鏈來尋求更俱生態效率的解決方案

Philip Morris – 以往評級及目標價



日期	評級	目標價	收盤價
2025-08-04	增加持股	188	163
2025-10-21	增加持股	188	158
2026-02-09	增加持股	210	183
2026-04-22	增加持股	210	153

資料來源：彭博；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888，傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888，傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888，傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188，傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券集團未對該個股加以評等。
受法規限制未評等 (R)	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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的任何證券持倉。