

2024年6月19日

中烟香港 (6055.HK)

首次覆盖

证券研究报告

食品饮料

烟叶进口量价齐升，卷烟出口增长强劲

报告摘要

中烟香港(6055.HK)是主营烟叶进出口、卷烟出口、新型烟草出口业务。公司成立于2004年，总部设在香港，为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。

公司近年来业绩持续增长。公司23年业绩突破历史新高，收入118亿港元，同比增长42%，净利润6.9亿港元，同比增长49%，增长强劲。公司发布盈喜，预期上半年收入增长不低于10%，净利润增长不低于30%。业绩增长的主要推动因素包括：1) 卷烟出口业务的持续恢复，由此带来收入和毛利的大幅增长；2) 烟叶进口业务实现量价齐增；3) 烟叶出口业务的收入和毛利实现增长。今年公司整体发展态势良好，业绩增长强劲。

我们认为中烟香港的核心竞争力来自其独特的特许经营权：公司独家经营烟草进口至国内的业务。独家经营中国烟草出口至东南亚、中国港澳台地区。在泰国、新加坡、中国香港、中国澳门及境内关外地区独家经营国内卷烟品牌的出口业务。在全球范围独家经营国内新型烟草品牌的出口业务。受益于独家经营的地位，公司与客户、供应商的协议多采用背靠背的形式，不承担运输、保险等费用，汇兑风险也相对较低。在需求和供给稳定的情况下，公司的盈利能力有非常稳固的基本盘。21年公司收购中巴公司，通过外延并购进一步扩大业务版图。

对烟草进出口行业而言，全球烟草产量持续下降，烟草价格呈周期波动，目前正处于上升周期。以主要的烟草出口国巴西为例，其烟草出口价格从2014年的5.25美元/千克下降至2021年的3.15美元/千克，但22年反弹至4.19美元/千克。受到厄尔尼诺气候的影响，23年的烟草产量继续下降，由此带来烟草价格的持续回升。烟草贸易行业的竞争壁垒较高，市场比较成熟，交易相对稳定。中国烟草集团加上四大烟草公司的市场份额占据了全球83%，对于主要的烟叶贸易商来说，客户数量是有限的，已经建立了长期的伙伴关系。此外，贸易商通常需要较大的资本投入，以控制烟叶种植。

对卷烟出口业务而言，疫情后客流恢复带动销量回升。从大趋势来看，全球的烟草销量在逐年下滑，但是由于2020年受到疫情冲击，最近几年烟草的消费实际上处于恢复性增长阶段。中烟香港的卷烟出口量在20年之后快速反弹，这与我国出境人口的数量呈正相关关系。目前销量尚未完全恢复至19年水平，仍有增长空间。对新型烟草出口而言，HNB市场快速增长，发展前景可期。2023年HNB市场规模达到341亿美元，同比增长11.6%。全球卷烟市场整体规模有9274亿美元，HNB市场相对来说占比仅有3.6%，发展的潜力非常巨大。

综合来看，我们认为特许经营权给公司带来了业绩稳固的基本盘，烟叶价格处于上升周期、卷烟出口的恢复性增长都给公司带来了增长动力。未来新型烟草业务的扩张，以及可能的收并购将成为潜在的增长引擎。综合以上，我们预计24/25/26年公司收入将达到131/144/158亿港元，净利润达到9.04/9.73/10.86亿港元。

首次覆盖给予“买入”评级。我们综合考虑可比公司和DCF的估值，给予目标价至20.2港元。

风险提示：公司特许经营地位发生重大改变；国内烟叶进口需求转弱；气候影响巴西地区烟草种植；烟草价格下跌

港元百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,064	8,324	11,836	13,097	14,408	15,882
增长率(%)		3.23%	42.19%	10.65%	10.01%	10.23%
净利润	717	464	692	904	973	1,086
增长率(%)		-35.30%	49.16%	30.53%	7.62%	11.69%
毛利率(%)	5.52%	10.14%	9.19%	11.14%	11.24%	11.36%
净利率(%)	8.90%	5.58%	5.85%	6.90%	6.75%	6.84%
每股收益(港元)	1.02	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
每股净资产(港元)	2.87	3.24	3.90	4.90	5.89	6.98
市盈率	16.6	31.2	19.5	15.1	14.1	12.6
市净率	5.9	5.2	4.3	3.5	2.9	2.4
净资产收益率(%)	40.17%	21.99%	28.07%	29.71%	26.07%	24.40%

数据来源：iFind，安信国际证券预测

投资评级： 买入

目标价格： 20.2元

现价(2024-6-18)： 16.9港元

总市值(百万港元)	11,689.39
流通市值(百万港元)	11,689.39
总股本(百万股)	691.68
流通股本(百万股)	691.68
12个月低/高(港元)	8.6/17.8
平均成交(百万港元)	34.61

股东结构(截止2023-12-31)

中国烟草总公司	72.3%
其他股东	27.7%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	32.89	53.06	67.94
绝对收益	24.51	61.45	57.34

数据来源：wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@eif.com.hk



目录

1	中烟香港：中烟集团旗下唯一上市平台	3
1.1	公司简介	3
1.2	历史发展	3
1.3	股权结构	4
1.4	公司经营业绩表现	4
1.5	预期 24 年上半年利润增长 30%	5
1.6	管理层介绍	5
2	烟叶进出口：特许经营权下的增长基本盘	6
2.1	进口业务介绍	6
2.2	出口业务介绍	8
2.3	巴西烟叶出口业务介绍	9
2.4	行业介绍	10
3	卷烟及新型烟草出口：新的增长机会	13
3.1	卷烟出口业务介绍	13
3.2	新型烟草出口业务介绍	15
3.3	行业分析	16
4	资本运作：使命与机遇	18
5	财务分析	19
6	盈利预测及估值	21
6.1	财务报表预测	21
6.2	估值分析	21
7	风险提示	23
8	附录：财务报表预测	23

1 中烟香港：中烟集团旗下唯一上市平台

1.1 公司简介

中烟香港（6055.HK）是主营烟叶进出口、卷烟出口、新型烟草出口业务。公司成立于2004年，总部设在香港，为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。中烟国际是中国烟草总公司的全资附属公司，通过组织烟草制品的贸易及监管海外附属公司的运营和中国烟草总公司的境外投资，承担中国烟草总公司国际业务的管理及运营工作。

1.2 历史发展

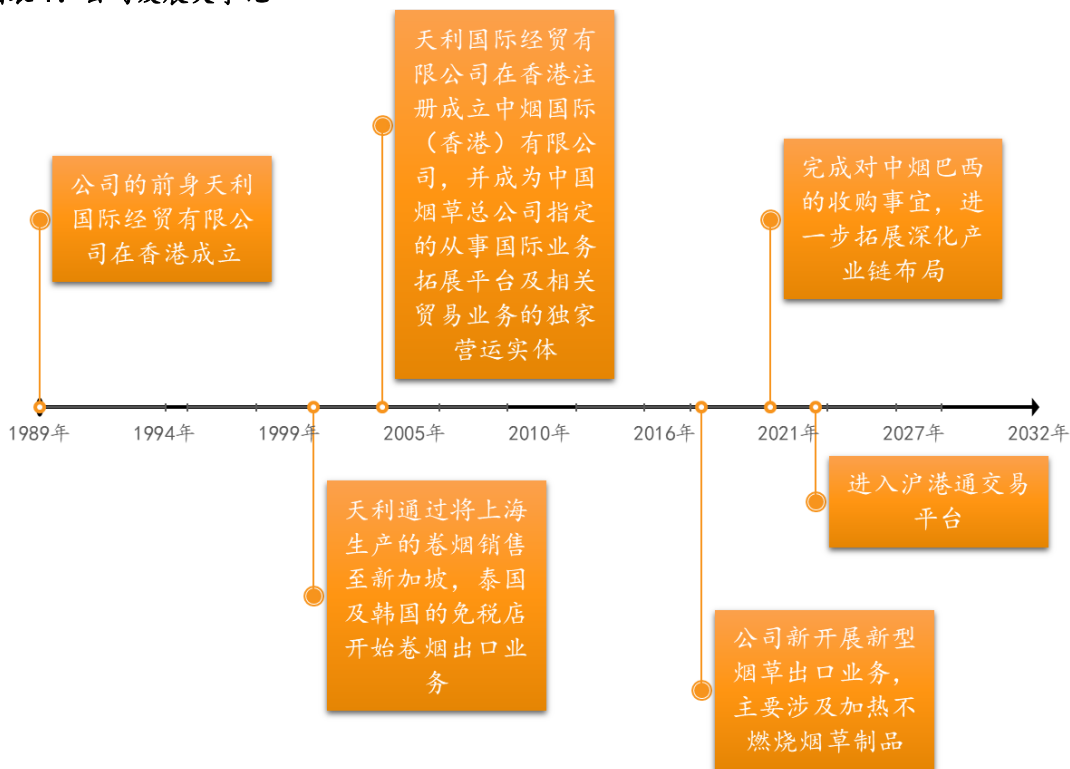
中烟香港的发展历程始于1989年，当时其前身天利国际经贸有限公司在香港成立，专注于烟草制品、卷烟原辅材料及烟草加工机械设备的进出口业务。随着中国烟草行业的迅猛发展和国际化趋势的加剧，天利国际经贸有限公司于2004年在香港注册成立中烟香港，成为中国烟草总公司旗下的国际业务拓展平台及专属贸易运营实体。

进入2018年，中烟香港的地位得到进一步提升，获得中国烟草总公司60号文的正式指定，担当中国烟草行业国际业务拓展的先锋。同年，公司积极拓展新型烟草出口业务，尤其在加热不燃烧烟草制品领域取得了显著成果，这标志着公司在新兴烟草市场的重要布局。

到了2021年，中烟香港通过收购中烟巴西，进一步扩大和巩固了其在产业链中的地位。这次收购不仅使公司掌握了巴西最大烟草公司之一的控股权，也进一步提升了其在全球烟草行业的影响力。

展望未来，中烟香港将继续秉承创新和发展理念，积极推进国际业务拓展，不断强化研发能力，助力中国烟草行业向高质量发展迈进。

图表 1：公司发展大事记

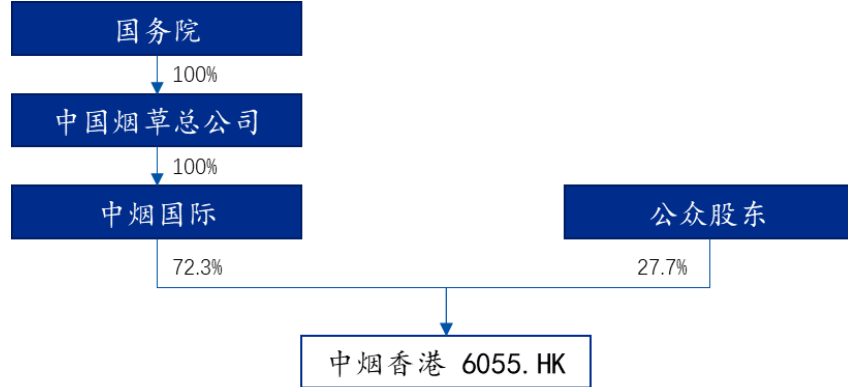


资料来源：公司财报及公告，安信国际证券研究

1.3 股权结构

公司股权结构稳定，截至2024年4月，中国烟草总公司通过中烟国际集团持有公司已发行股份的72.3%，为公司的控股股东，中国烟草总公司由国务院全资拥有，拥有及/或控制所有从事中国烟草行业生产、供应、销售及进出口业务的公司、商业公司、进出口公司和其他实体。

图表 2：公司股权结构图（截止 2023-12-31）



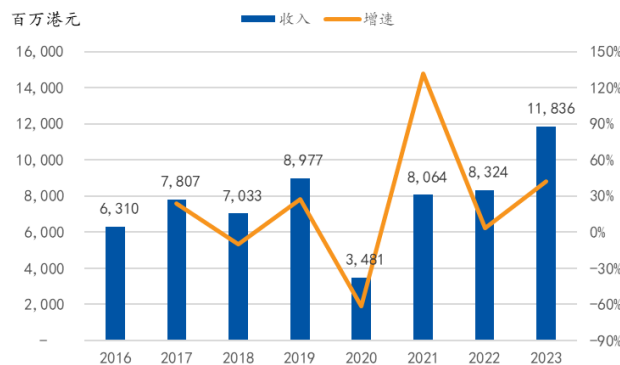
资料来源：公司财报，安信国际证券研究

1.4 公司经营业绩表现

公司近年来业绩持续增长。公司23年业绩突破历史新高，收入118亿港元，同比增长42%，净利润6.9亿港元，同比增长49%，增长强劲。2020年业绩大幅下滑主要受新冠疫情影响，烟叶类产品进口业务以及卷烟出口业务大幅减少。而2023年的增长主要受益于烟叶类产品进口业务、卷烟出口业务以及巴西经营业务增长。

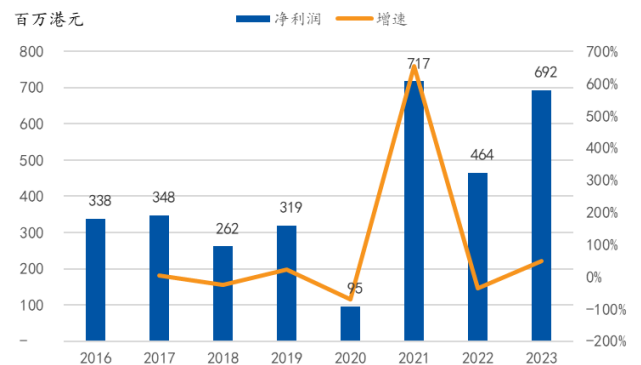
在公司的五大业务中，烟叶进口业务贡献了最多的收入和利润，截至2023年底收入占比为68.26%。卷烟出口为第二大利润来源，收入在疫情受到较大的影响，目前正在持续恢复中，毛利已经超过疫情前水平。烟叶出口业务收入占比为14%，利润率相比烟叶进口和卷烟出口较低。巴西经营业务于2021年并表，2023年贡献7.66亿港元收入，同比增长41%，占比6.47%。新型烟草制品出口业务于2018年开始运作，收入贡献较小，但是增速较快。

图表 3：收入及增速



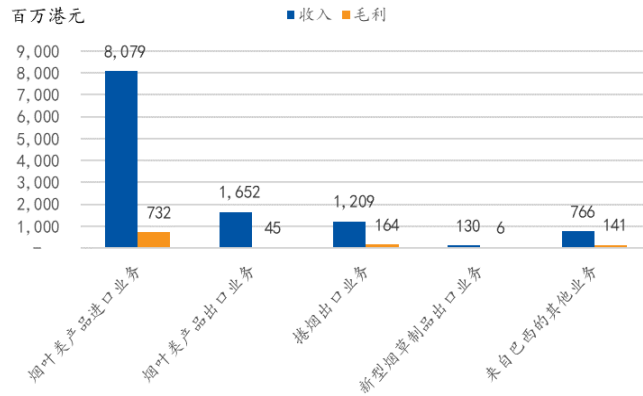
资料来源：公司财报，安信国际

图表 4：净利润及增速



资料来源：公司财报，安信国际

图表 5：2023 年公司业务构成

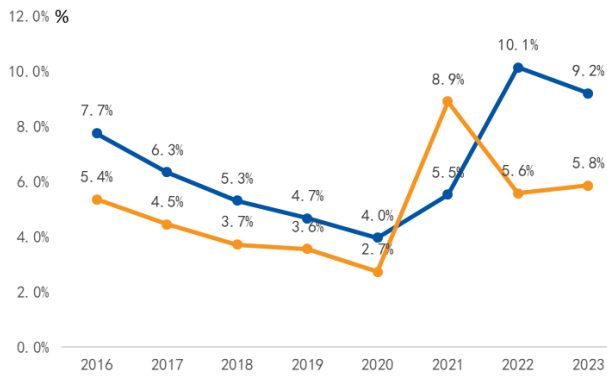


资料来源：公司财报，安信国际

公司的毛利率及净利率在自 20 年开始在进口业务以及巴西业务的拉动下，利润率有了显著提升。公司最核心的增长引擎和利润来源是烟叶进口业务，占公司收入的比重达到 68%，毛利占公司比重达到 67%。

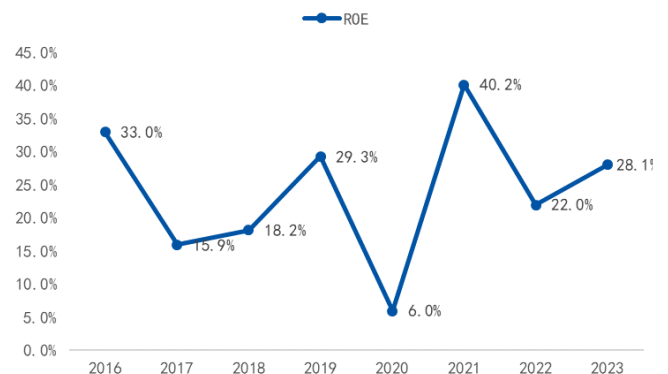
公司的行政及其他经营开支控制得当，占营业收入比例保持在1%左右。主要包括员工成本、折旧、营销和推广开支等。2021-2022年的行政及其他经营开支增加主要是因为确认收购CBT事项的相关中介费用以及CBT发生的相关费用并入公司报表。而2023年的开支基本持平，主要得益于公司全面加强成本管理和优化费用支出结构。

图表 6：公司毛利率及净利率



资料来源：公司财报，安信国际

图表 7：ROE



资料来源：公司财报，安信国际

1.5 预期 24 年上半年利润增长 30%

公司发布盈喜，预期上半年收入增长不低于 10%，净利润增长不低于 30%。业绩增长的主要推动因素包括：1) 卷烟出口业务的持续恢复，由此带来收入和毛利的大幅增长；2) 烟叶进口业务实现量价齐增；3) 烟叶出口业务的收入和毛利实现增长。今年公司整体发展态势良好，业绩增长强劲。

1.6 管理层介绍

邵岩先生，59 岁，董事会主席兼非执行董事，拥有近 20 年烟草专卖局管理经验。于 2021 年起担任中烟国际集团董事长及总经理。

代佳辉先生，50岁，执行董事，总经理。自2023年加入公司，此前曾担任中烟国际集团人力资源部总监，CTPM国际有限公司财务部经理等职，有着逾20年工作经验。代先生为中国烟草总公司的高级会计师并于中国金融学院获得经济学学士。

王成瑞先生，43岁，执行董事，公司秘书。2018年加入公司，此前曾担任中烟国际战略发展部副经理，投资部主任科员以及烟草经济信息中心主任科员。毕业于云南大学获得经济学及软件工程双学士，和工商管理硕士。

徐增云先生，40岁，执行董事，副总经理。于2022年加入公司，拥有十余年国际贸易及管理经验。此前曾担任中烟国际卷烟事业部副总总监、市场拓展部副调研员、中东公司副总经理兼营销部经理，中烟拜瑞世达贸易有限公司副总经理等职。徐先生曾于中国人民大学获得管理学硕士学位，于大连海事大学获得国际经济与贸易学士学位。

茅紫璐女士，38岁，执行董事，副总经理。2022年加入公司，有十年的贸易调研经验。此前曾任中烟国际营贸部副调研员。拥有中级经济专业技术资格、法律职业资格证书，并且是中国人民大学的法学学士和国际法学硕士。

阎飙先生，55岁，副总经理。于2022年加入公司，此前曾任菲利普莫里斯亚洲集团大区战略及项目交付总监，菲利普莫里斯中国企业管理公司董事，财务及财务发展总监。拥有加拿大圣弗朗西斯泽维尔大学学士学位。

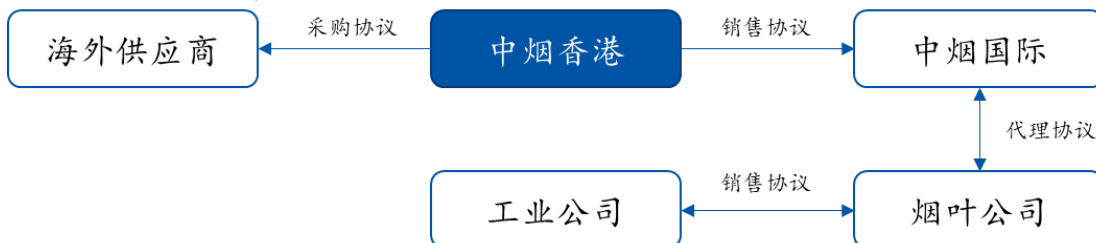
2 烟叶进出口：特许经营权下的增长基本盘

2.1 进口业务介绍

我国采用烟草专卖制度，卷烟的生产、制造、销售以及进出口均受到国家烟草。中烟香港作为中烟集团的国际窗口，拥有烟叶进口和出口的独家经营权。

烟叶进口业务主要从世界各地的原产国或地区（如巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚等）采购烟叶类产品并向中烟国际出售进口烟叶类产品，以转售予中国卷烟生产企业。除了受到制裁的地区（比如津巴布韦）之外，中国从其他地区的烟叶进口业务都由中烟香港独家经营。

图表 8：烟叶进口业务交易流程



资料来源：招股书，安信国际证券研究

订单确认：每年初公司与烟草总局确认全年需要采购的烟叶量，实际的交易量会根据供给和需求的情况进行调整。由于国内的卷烟供应为计划制，因此大幅波动的风险有限。

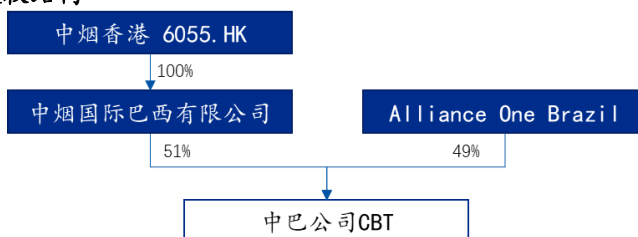
定价：中烟香港采购烟叶的价格由公司多个第三方或者关联方供应商进行多轮谈判而确定，因此采购价格完全由市场供需决定。在此基础上，中烟香港加价6%（少部分特殊产品加价3%）销售给中烟国际，也是公司烟叶进口业务的唯一客户。

货品交付：烟叶运输为海运，运输周期通常要3-4个月。烟叶供应商安排到目的地港的货品交付，所以供应商承担运费以及到目的地港时的货损，由公司的客户中烟国际承担运输途中的保险费用。因此从公司的角度来看，运费的波动以及海运发生问题后，出现的货损风险都已经转嫁给供应商和保险公司（保费由中烟国际支付），公司在货物运输上承担的风险比较有限，也不承担运输费用。

付款政策：与供应商的货款主要以美元结算，在货物到达目的地港验收完成后45天支付货款。与客户中烟国际采用美元结算，有45天的应收账款期。所以从现金流角度来看，公司总是在收到客户货款后，再支付给供应商，在现金流上没有压力，承担的汇率风险也比较有限。

2021年，公司收购了中烟巴西，其旗下控股公司CBT（简称中巴公司）主要经营烟叶采购、加工、销售及出口以及销售烟草生产固有的农用物资。收购完成后，公司持有中巴公司51%的股权，另49%由Alliance One Brazil持有。

图表 9：中巴公司股权结构



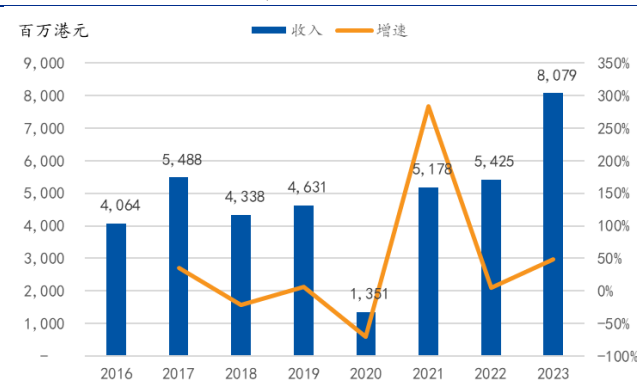
资料来源：公司公告，安信国际证券研究

收购中巴公司之后，公司部分在巴西采购的烟叶可以直接从烟农处采购（相比于之前是从贸易商/经销商采购），一定程度降低了采购成本。但是由于烟叶作为农产品，其价格受到供需的影响较大，从烟农这里直接采购也导致了成本的波动也会增加。中巴公司采购的烟叶，销售给中烟国际的部分，计入烟叶类产品进口业务的收入中；另一部分销售给中国以外的客户，其收入计入巴西经营业务板块中。在收购中巴公司之前，由于定价策略的稳定性，进口业务的毛利率基本在6%左右小幅波动。收购中巴公司之后，烟叶类产品进口业务的毛利率有了显著提升，同时毛利率的波动幅度也被加大。

综合以上业务流程，我们认为在进口烟叶业务中，公司的订单均为背靠背形式，没有存货减值的风险，在现金流、汇率等方面的风险也较小。但是由于公司会直接参与种植环节，业务会受到气候的影响。

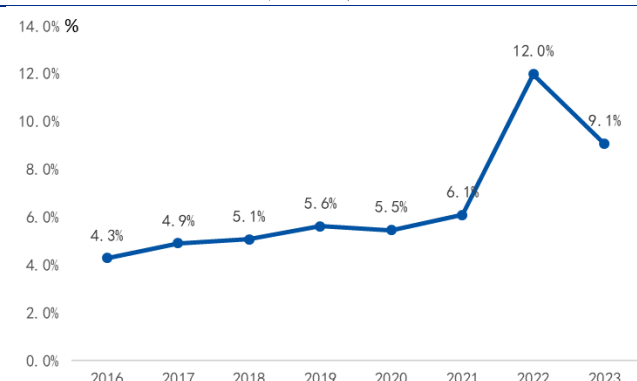
进口业务实现量价齐增。除了2020年受到疫情冲击收入下降外，烟叶进口业务整体保持着稳健的增长，23年收入增速较高。由于烟叶运输单批货值大且批次不太频繁，单批货物到港时间又与财报截点比较接近，因此货物运输的收入确认时点会导致年度的收入波动比较大。我们拉长时间来看业务的整体增长。从2019年公司重组业务之后到2023年，进口业务收入从46.3亿港元增长至80.8亿港元，年化复合增长14.9%，进口量从8.7万吨增长至11.7万吨，年化复合增速7.7%，进口单价从5.3万港元/吨增长至6.89万港元/吨，年化复合增速6.8%。伴随着价格的提升，毛利率也有显著提升，23年毛利率达到9.1%，较21年的6.1%显著提升，主要是中巴业务并表，较22年的12%有一定下降，主要是23年巴西当地烟叶采购价格上升导致。

图表 10：烟叶进口业务收入及增速



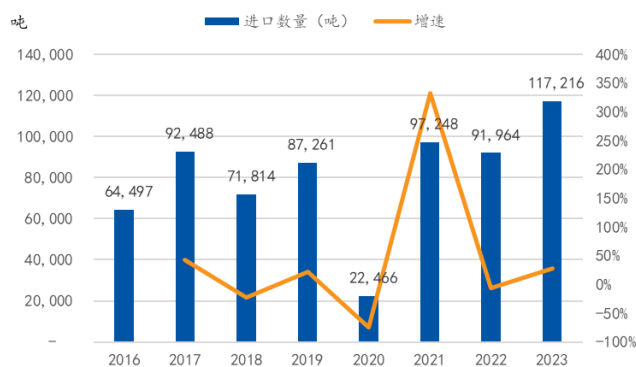
资料来源：公司财报，安信国际

图表 11：烟叶进口业务毛利率



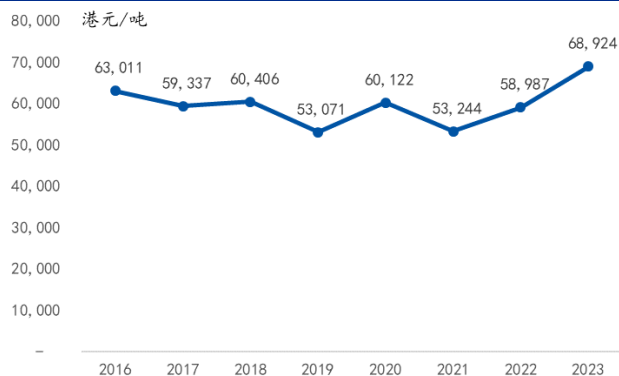
资料来源：公司财报，安信国际

图表 12: 烟叶进口业务销量及增速



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 13: 烟叶进口业务销售单价

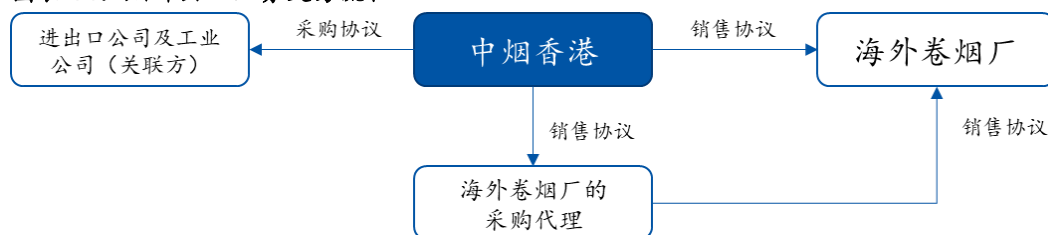


资料来源: 公司财报, 安信国际

2.2 出口业务介绍

公司**独家经营**的烟叶类产品出口业务主要是指从中国多个原产地地区采购烟叶类产品出口至东南亚、台湾地区、香港及澳门。23年8月, 公司与云南中烟签订协议, 可以将烟叶出口至欧洲地区进行销售, 目前这部分新增业务的规模还比较小。

图表 14: 烟叶出口业务交易流程



资料来源: 招股书, 安信国际证券研究

订单确认: 公司出口的烟叶主要销售给海外卷烟生产企业, 以及他们授权的采购代理。**每年公司会与主要的海外卷烟生产企业就下一年的销售条款进行磋商**, 包括所需数量和可接受的价格范围。

定价: 公司首先寻找国际市场的潜在客户, 并了解他们对烟叶类产品的特定需求。然后, 公司作为出口商从相关进出口公司及工业公司获得报价。通过协商, 客户根据报价决定是否采购。**公司的毛利为最终出口价格的1-4%**。

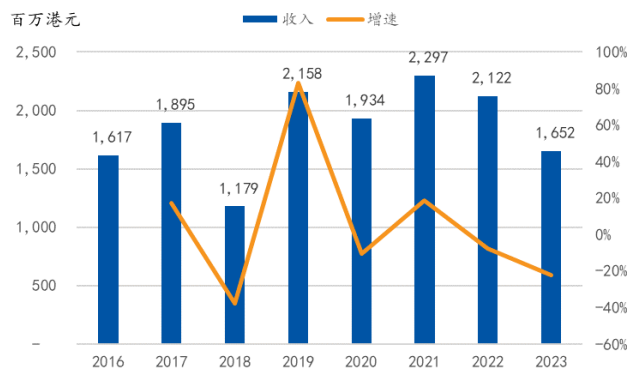
货品交付: 由供应商 (即中烟总局旗下的工业公司) 安排烟叶直接到目的地港的交付, 由客户或者供应商承担交付保险费用。运输中产生的货损由保险公司承担, 运输费用由供应商承担。**公司在货物运输中承担的风险比较有限, 也不承担运输费用。**

付款政策: 大部分交易以美元结算。公司一般要求客户在发货前30天或通过信用证付款, 但允许部分有长期业务关系和良好信用记录的卷烟生产企业客户在发货后付款。向供应商支付货款时, 通常在收到客户付款后拥有30天的信用期。就现金流来说, **公司总是在收到客户货款后才打款给供应商, 所以没有现金流上的压力, 承担的汇率风险也很有限。**

出口业务近两年出现了下滑, 自21年收入达到23亿港元的最高峰后, 22、23年持续下滑至16.5亿港元。主要原因在于: 1) 现有适销烟叶货源减少; 2) 主要出口地区因卷烟税持续上调和控烟措施趋严等原因, 卷烟生产商对烟叶的采购需求减少。与之对应的, 出口量也自21年出现下滑。

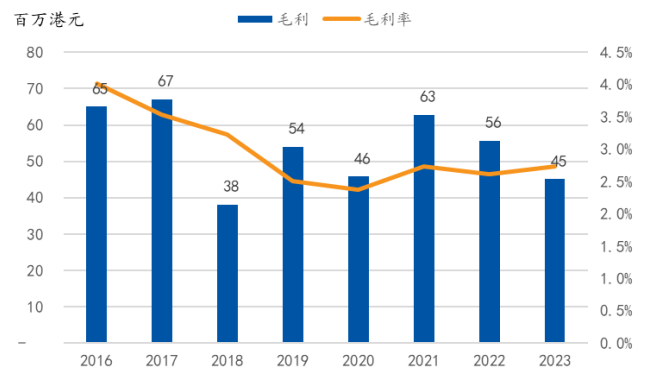
近两年毛利率和出口单价相对稳定, 甚至23年略有上涨。23年的出口单价2.34万港元/吨, 较22年上涨33%, 毛利率为2.7%, 较22年提升0.1pct。

图表 15: 烟叶出口业务收入及增速



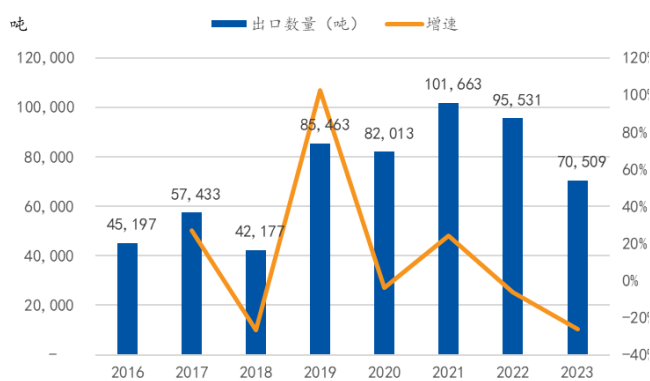
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 16: 烟叶出口业务毛利及毛利率



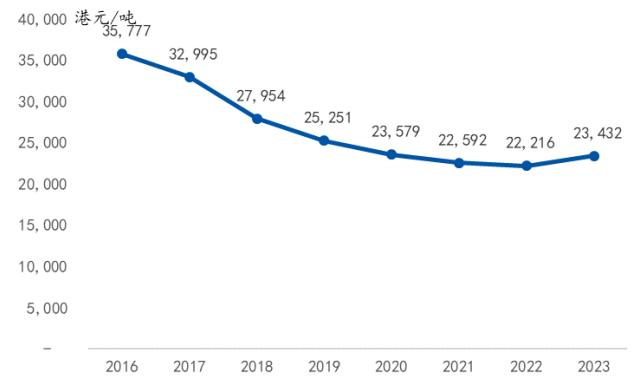
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 17: 烟叶出口业务量及增速



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 18: 烟叶出口销售单价 (港元/吨)



资料来源: 公司财报, 安信国际

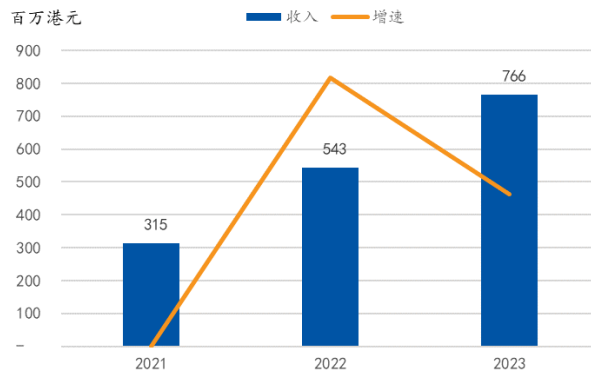
2.3 巴西烟叶出口业务介绍

公司于 2021 年从中烟国际收购中烟巴西全部股份，并入财务报表。巴西公司向中国以及其他地区销售烟叶类产品。其中向中国出售的销售收入计入烟叶进口业务板块，向中国以外地区出售的销售收入计入巴西业务板块。在向中国以外地区的销售中，中巴公司的另一股东 Alliance One 集团是最主要的客户，这是全球第二大的烟叶贸易商。23 年巴西烟叶出口收入为 6.25 亿港元，其中有与 Alliance One 集团的交易金额达到 4 亿港元。

业务的流程与条款和烟叶进口业务类似，公司先与客户确认采购订单后进行价格谈判，再从烟农处采购烟叶。货物运输的费用和保险均由客户承担，并且公司会在收到客户付款再向供应商付款。不过，因为这里与客户是用美元结算，而管理当地烟农的成本费用用巴西货币雷亚尔支付，因此会产生汇兑风险。此外，公司会从当地银行借款，用于支付货物的定金，等客户付款后再偿还银行贷款，因此会产生借款利息。由于中巴公司的业务包括了烟叶种植，因此气候因素也会对业务产生影响。

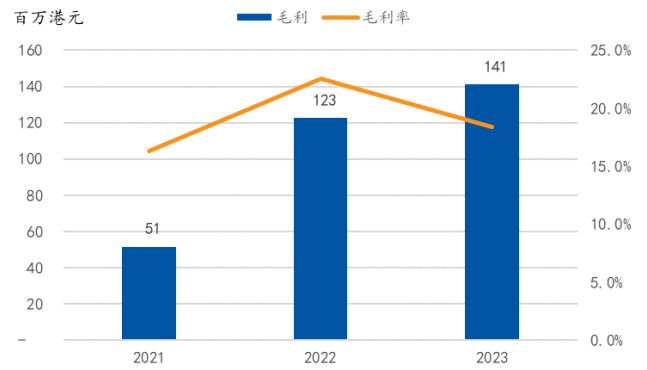
近三年巴西烟叶出口业务收入稳步增长，毛利率维持在较高水平。23 年毛利率较 22 年有所下降，主要是因为受到厄尔尼诺气候影响，巴西地区烟草产量下降，采购单价上升。虽然出口的单价也在上升，但未能抵消成本上升的压力。待到 24 年之后，产量短缺缓解，毛利率有望重新提升。

图表 19: 巴西收入及增速



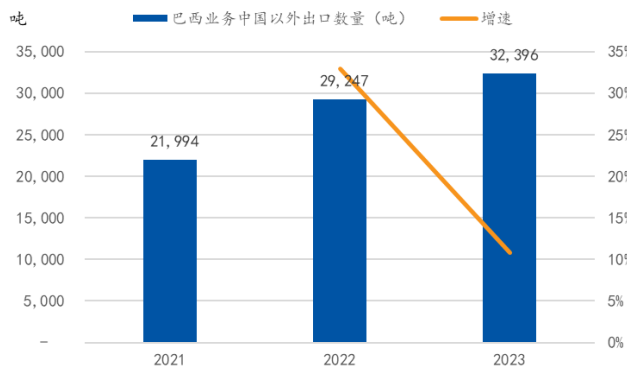
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 20: 巴西业务毛利及毛利率



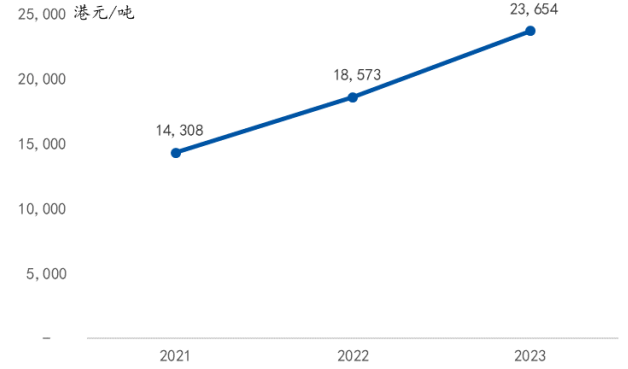
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 21: 巴西出口量及增速



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 22: 巴西业务出口单价 (港元/吨)

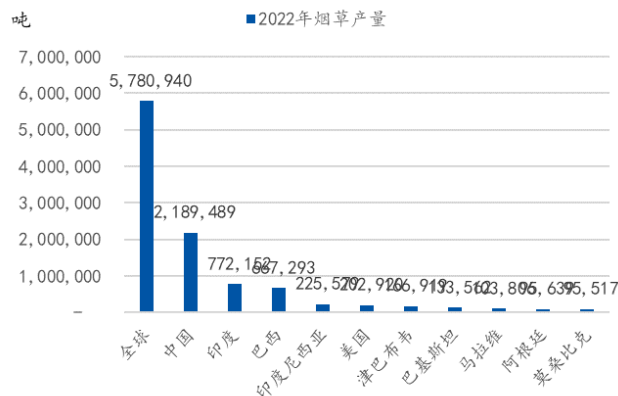


资料来源: 公司财报, 安信国际

2.4 行业介绍

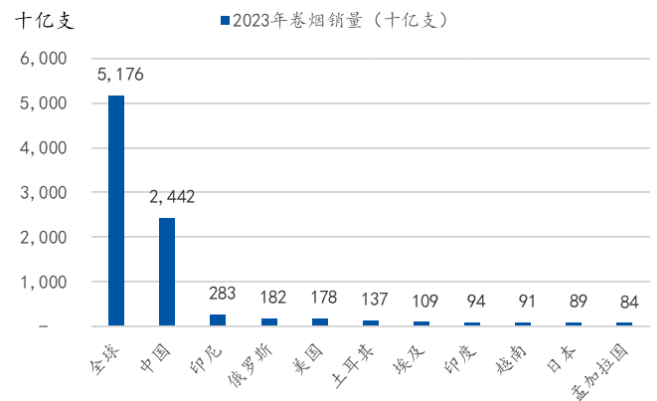
全球烟叶种植的分布和卷烟消费的分布不同, 带来大量的贸易需求。2022 年全球烟草产量为 578 万吨, 其中中国为最大的生产地, 产量达到 219 万吨, 占全球产量的 38%。印度、巴西、印尼、美国位于前五。从卷烟消费来看, 中国同样是最大的卷烟消费国, 23 年卷烟销量达到 2.4 万亿支, 占全球卷烟销量的 47%, 其次消费大国为印尼、俄罗斯、美国和土耳其。烟叶种植和卷烟消费的错配, 带来烟叶进出口的需求。

图表 23: 2022 年最大的烟草生产国产量



资料来源: 公司财报, 安信国际

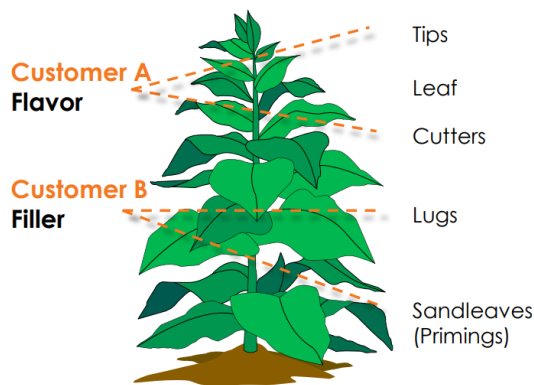
图表 24: 2023 年卷烟销售大国的销量



资料来源: 公司财报, 安信国际





同时，由于烟叶风味的不同，各地区对不同种类的烟叶也有进出口需求。由于生长环境、气候条件的不同，在全球各个地区生长的烟叶风味各有不同。此外受到光照的时长不同，同一株烟草的顶部、中部、底部不同部位的烟叶也有不同的风味。中国的卷烟以烤烟为主，多以烟草中部的烟叶为主要原材料，而对于顶部和底部的烟叶需求量则相对较小。海外的卷烟以混合型为主，顶部、中部、底部的烟叶配比接近。因此国内需要进口中部烟叶而海外则各类烟叶都有进口需求。对于烟叶类型、品质、风味的不同，产生了各国烟叶的进出口需求。

图表 25：烟草的不同部位带来烟叶的风味不同



资料来源：环球公司财报，安信国际

图表 26：不同烟草品种带来烟叶的风味不同

<ul style="list-style-type: none"> • 烤烟叶呈黄色至橙色，适合在亚热带地区生长，这些地区降雨量较少。 • 烟叶从底部开始成熟，不同时间收获，成熟后通过加热进行烘烤。 • 烤烟叶常用于美国和英式混合香烟。 	<ul style="list-style-type: none"> • 白肋烟叶呈棕色，通常生长在比烤烟更重的土壤中。 • 烟叶根据在茎上的位置分级，并在谷仓中进行风干。 • 白肋烟叶常用于美式混合香烟。 	<ul style="list-style-type: none"> • 一种小而芳香的烟叶，产于土耳其、马其顿、保加利亚和希腊。晾晒在阳光下。 • 常用于美式混合香烟。 	<ul style="list-style-type: none"> • 用于雪茄、烟斗烟草和无烟烟草产品。 • 晾晒或火烤。
<p>烤烟</p> 	<p>白肋烟</p> 	<p>香料烟</p> 	<p>黑烟草</p> 

资料来源：环球公司财报，安信国际

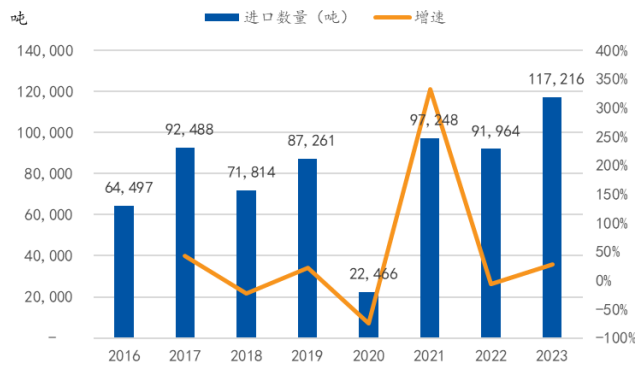
中国卷烟需求进入增长通道，除了15年去库存的影响有一定下跌，近几年卷烟的销量一直在轻微增长。23年中国卷烟销量达到2.4万亿支，同比增长0.44%。中国对于烟叶的需求主要来自于高端卷烟，主要是位于烟草中部位位置的烟叶。2019年一、二、三类卷烟销售占比为48.52%，同比提高3.7pct。国内卷烟的消费升级趋势明显。近年来进口量持续增长，年化增收6%，价格也有所抬升。我们认为中国对于烟叶的需求，尤其是高级烟叶的需求仍会保持增长。

图表 27: 中国卷烟产量 (亿支)



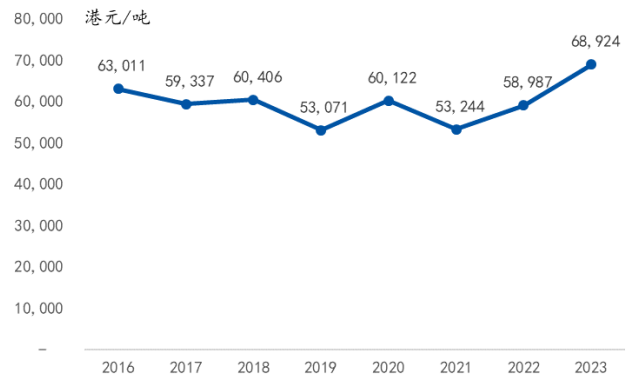
资料来源: 国家统计局, 安信国际

图表 28: 中国烟叶进口量及增速



资料来源: 中烟香港公司财报, 安信国际

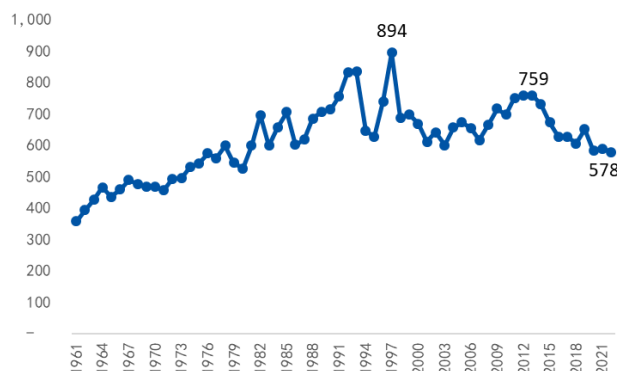
图表 29: 中国烟叶进口单价



资料来源: 中烟香港公司财报, 安信国际

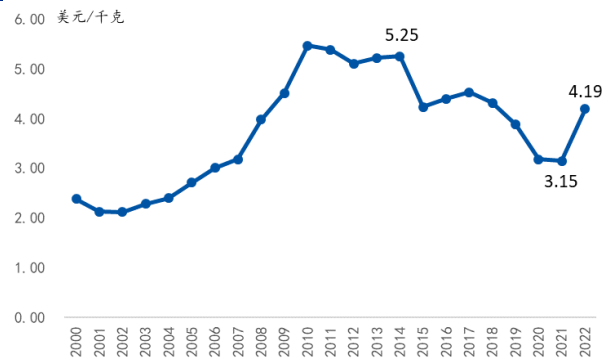
烟草价格呈周期波动, 目前正处于上升周期。全球烟草的产量在1997年达到顶峰之后, 在大趋势上一直在下降通道中。2013年烟草产量短暂的回到过759万吨的高点, 此后进一步回落。2022年全球产量为578万吨, 处于过去十年低位。与产量趋势类似的, 烟草的价格也在持续回落, 但近一两年有所回升。以主要的烟草出口国巴西为例, 其烟草出口价格从2014年的5.25美元/千克下降至2021年的3.15美元/千克, 但22年回弹至4.19美元/千克。受到厄尔尼诺气候的影响, 23年的烟草产量继续下降, 由此带来烟草价格的持续回升。这一点我们可以在包括中烟香港以及全球最大的烟草贸易公司环球烟草的财务表现中看到。我们认为烟草价格呈周期波动, 目前正处于上升周期。

图表 30: 全球烟草产量 (万吨)



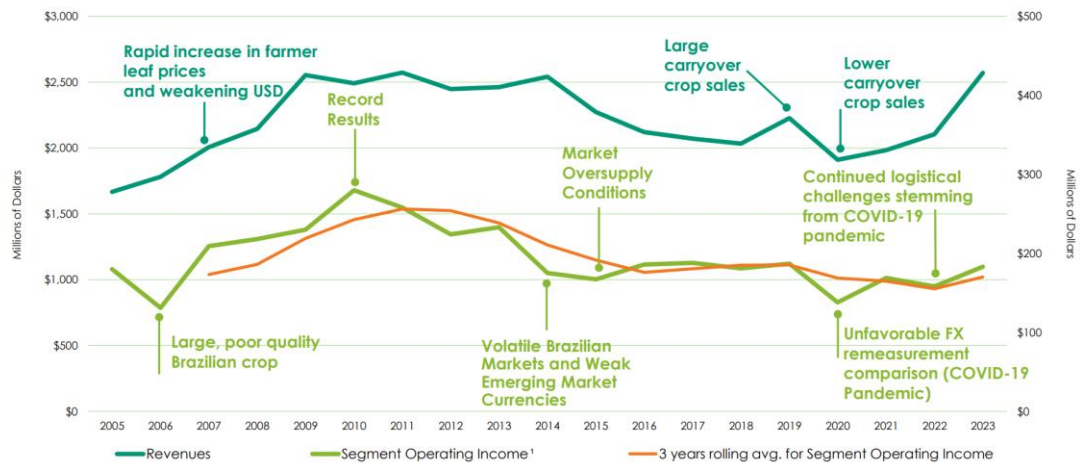
资料来源: 联合国粮农组织, 安信国际

图表 31: 巴西烟草出口价格 (美元/千克)



资料来源: 联合国粮农组织, 安信国际

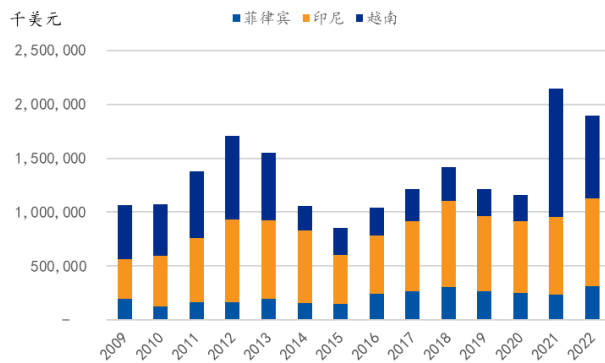
图表 32：环球烟草公司烟草业务表现



资料来源：环球烟草公司财报，安信国际

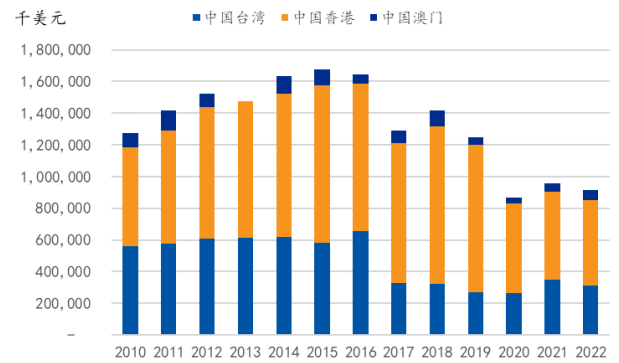
东南亚及港澳台地区的烟叶进口需求表现各不相同。东南亚国家，包括菲律宾、印尼、越南等国对于烟叶的进口需求在近几年呈增长态势。由于这些国家消费水平较低，高级卷烟占比较低，对于中国出口的低端烟叶有一定的需求。对于中国港澳台地区，近几年烟叶的进口需求呈逐年下滑的趋势。

图表 33：菲律宾、印尼、越南烟草进口金额



资料来源：联合国粮农组织，安信国际

图表 34：中国港澳台地区烟草进口金额



资料来源：联合国粮农组织，安信国际

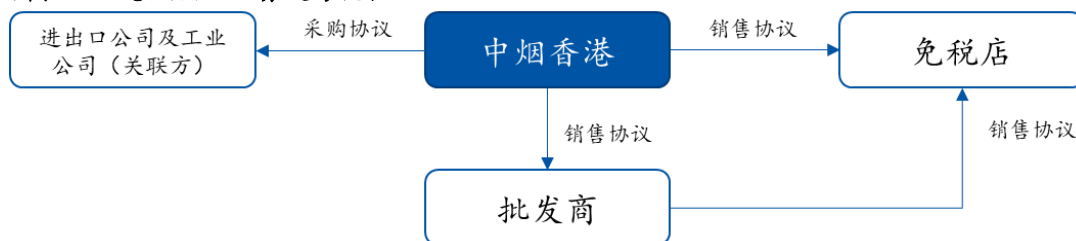
烟草贸易行业的竞争壁垒较高，市场比较成熟，交易相对稳定。烟草行业具有很高的进入壁垒，主要原因在于卷烟市场的高度集中。中国烟草集团加上四大烟草公司的市场份额占据了全球83%，对于主要的烟叶贸易商来说，客户数量是有限的。其次，由于烟草市场已经发展了几十年，市场已经非常成熟，贸易商与卷烟厂也已经建立了长期的伙伴关系。第三，贸易商通常需要较大的资本投入，以控制烟叶种植。由此可见，烟叶贸易市场是一个进入门槛非常高的行业。

3 卷烟及新型烟草出口：新的增长机会

3.1 卷烟出口业务介绍

卷烟出口业务是指公司拥有向泰国、新加坡、香港、澳门的免税市场及境内关外地区（两国三地）独家销售中国品牌卷烟的业务。公司的销售渠道包括：1) 直营渠道：直接销售给泰国、新加坡、香港以及中国境内关外的免税店；2) 批发渠道：通过批发商将卷烟产品销售至两国三地。产品组合中有 34 个中国卷烟品牌，包括约 175 个规格。玉溪、云烟、红塔山、中华、芙蓉王及利群为产品组合的主要品牌。24 年 4 月，公司与各工业公司签署协议，可以在两国三地以外的所有区域出口卷烟。在新增区域内的出口销售并非独家，与其他工业公司的业务有一定重叠，但是从 SKU 来看是有区别的。目前这部分业务的规模还比较小，未来有望成为新的增长引擎。

图表 35: 卷烟出口业务交易流程



资料来源: 招股书, 安信国际证券研究

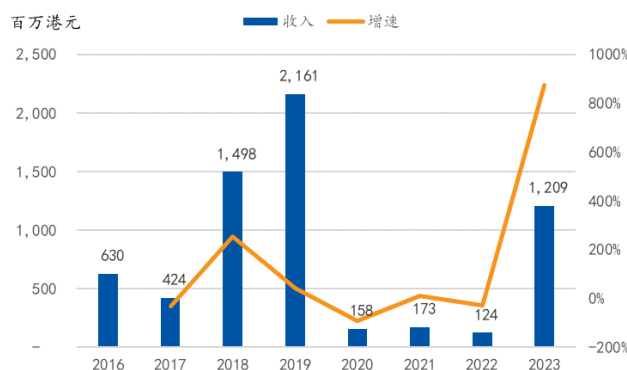
订单确认: 每季度公司根据市场情况确定订单量, 主要销售给免税店或者批发商。

定价: 公司从工业公司或者进出口公司采购卷烟, 采购价格不低于国内不含税调拨价格的 35% 或者 45%。对于直销渠道, 销售价格由公司与客户谈判确定。对于批发渠道, 公司在采购价基础上增加 1-5% 销售给批发商。

货品交付及付款政策: 对于直销的免税商店客户, 公司在向工业公司或者进出口公司支付货款后, 卷烟产品将被作为存货运输到香港的保税仓中, 在公司收到客户的货款后, 向客户发货。一小部分客户允许有十天或三十天的信用期, 或允许通过信用证付款。对于批发商客户, 通常在收到该客户的付款后, 再向工业公司或进出口公司付款, 之后由工业公司或进出口公司直接将卷烟运至批发商客户指定的目的地。与烟叶进出口业务类似, 公司采用的也是背靠背的业务模式, 没有囤货和运输风险, 且总是在收到客户付款之后再向供应商付款, 付款的货币类型也一致, 因此现金流和汇率的风险有限。

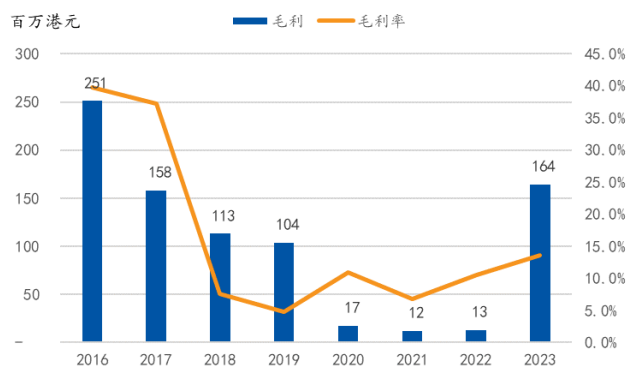
疫情之后业务持续恢复增长。 疫情期间由于国际客流大幅下降, 使得卷烟在海外的销售受到了较大影响, 23 年开始, 卷烟业务出现了明显反弹。虽然从收入来看尚未恢复到疫情前的水平, 但是由于价格上涨利润抬升, 23 年的毛利润已经超过 17 年。

图表 36: 卷烟出口业务收入及增速



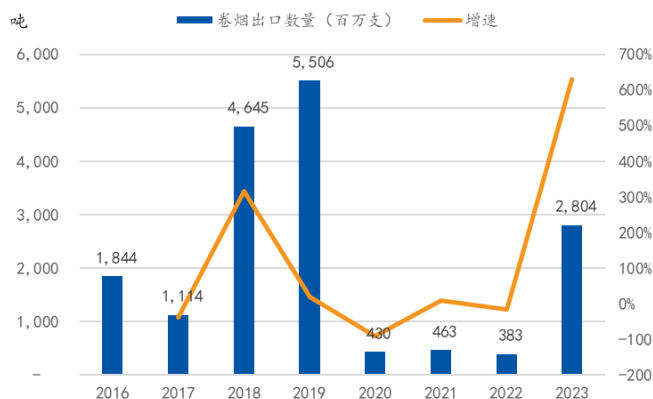
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 37: 卷烟出口业务毛利及毛利率



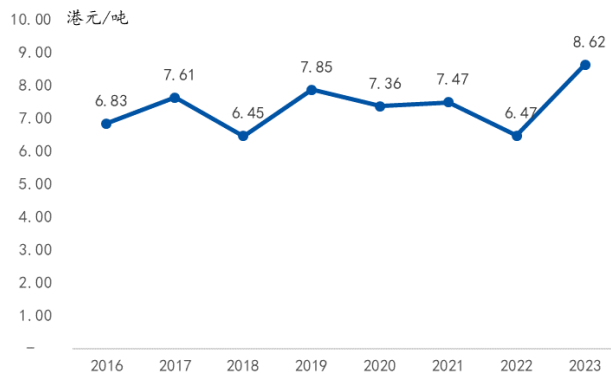
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 38: 卷烟出口业务销量及增速



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 39: 卷烟出口业务销售单价



资料来源: 公司财报, 安信国际

3.2 新型烟草出口业务介绍

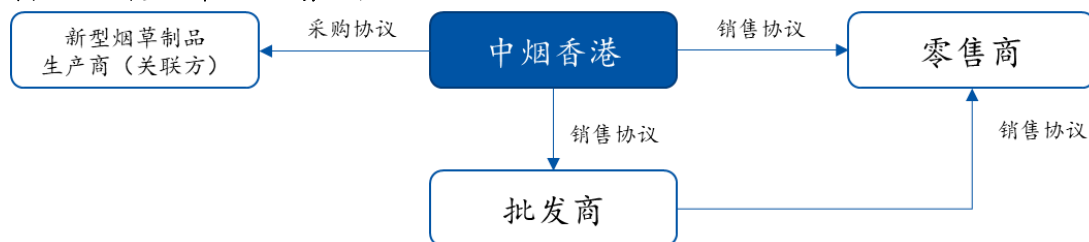
公司独家经营向全球海外市场出口新型烟草制品的业务。目前, 出口国家和地区包括东南亚、中东、韩国等。新型烟草制品主要包括加热不燃烧烟草制品, 品牌包括 MC、娇子(宽窄)、COO 及 MU+。

图表 40: 新型烟草出口产品



资料来源: 招股书, 安信国际证券研究

图表 41: 新型烟草出口业务流程



资料来源: 招股书, 安信国际证券研究

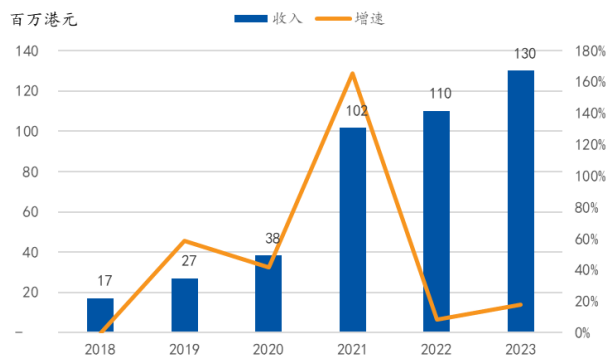
订单确认: 公司的客户为零售商和批发商, 会定期谈判确定订单数量和价格。

定价: 采购价格由公司与中烟集团旗下新型烟草生产商就采购产品进行谈判确定, 会在销售价格的基础上减去至少 1%, 也就是公司至少留有 1% 的毛利率。由于新型烟草为新拓业务, 为了更好的拓展市场, 公司给与渠道的价格相对较低, 这项业务的毛利率目前也是所有业务中最低的。

货品交付及付款政策: 与卷烟出口类似, 公司不承担运费和保险费用, 对于货物物流和货损的风险承担有限。且公司会等到收到客户付款之后再向供应商打款, 付款货币一致, 因此现金流和汇率的风险也很小。

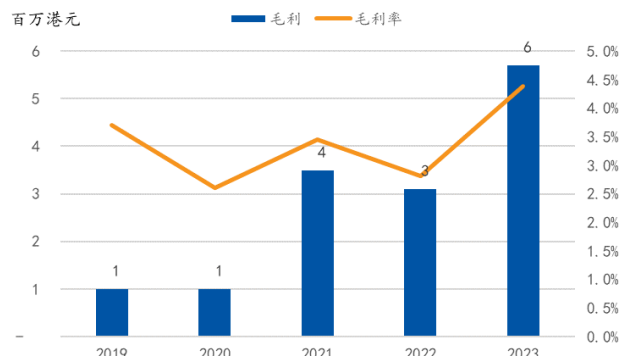
新型烟草业务快速增长。公司自 2018 年开始做新型烟草业务，目前业务收入已经达到 1.3 亿港元，23 年收入同比增长 18%，业务还在加速拓展中。考虑到业务尚处于起步阶段，对规模扩大有更高的考量，因此公司给与客户的價格较低，毛利率也相对较低。随着竞争的加剧，新型烟草产品的售價有持续下降的趋势。

图表 42：新型烟草制品出口业务收入及增速



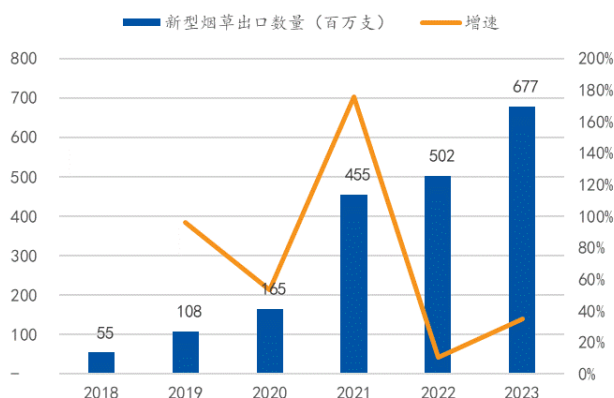
资料来源：公司财报，安信国际

图表 43：新型烟草制品出口业务毛利及毛利率



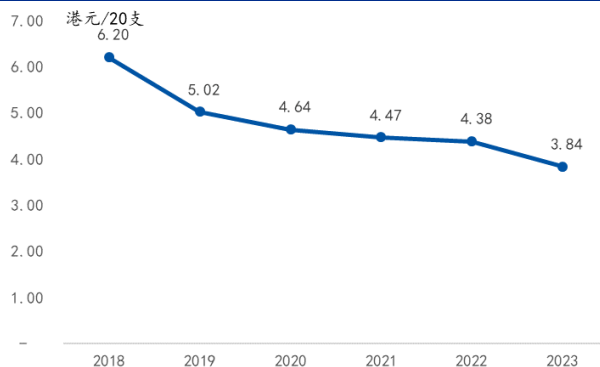
资料来源：公司财报，安信国际

图表 44：新型烟草制品出口量及增速



资料来源：公司财报，安信国际

图表 45：新型烟草制品销售单价

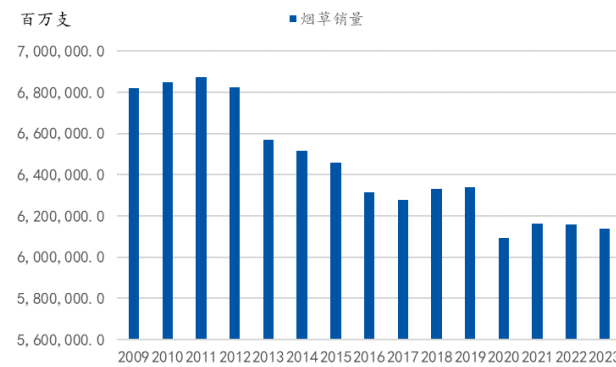


资料来源：公司财报，安信国际

3.3 行业分析

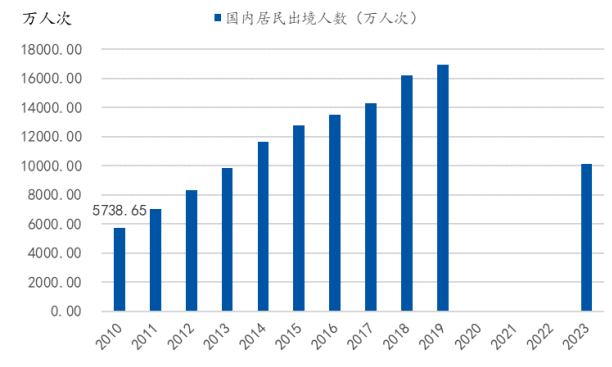
疫情后客流恢复带动销量回升。从大趋势来看，全球的烟草销量在逐年下滑，但是由于2020年受到疫情冲击，最近几年烟草的消费实际上处于恢复性增长阶段。中烟香港的卷烟出口量在20年之后快速反弹，这与我国出境人口的数量呈正相关关系。由于中烟香港出口的卷烟主要消费人群为华人，所以我们认为随着出境客流的持续回升，卷烟出口还将保持增长。**23年国内居民出境人数达到1亿人次，恢复至19年的60%，还有较大的恢复空间。**此外，受益于公司被允许销售的区域扩大，这部分增量有望在未来贡献新的收入和利润。

图表 46: 全球烟草销量 (百万支)



资料来源: Euromonitor, 安信国际

图表 47: 国内居民出境人数 (万人次)

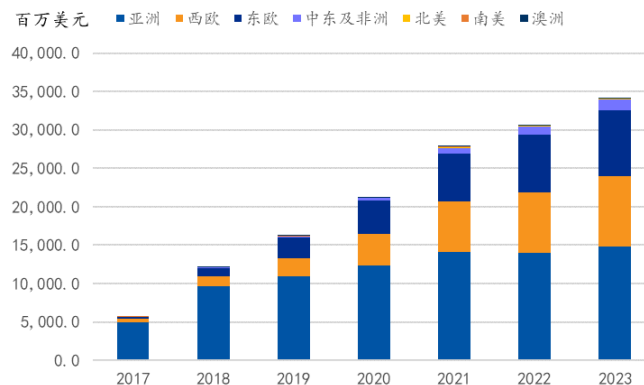


资料来源: 国家统计局, 安信国际

HNB市场快速增长, 发展前景可期。HNB产品相比于传统卷烟有明显的减害效果, 且使用体验与卷烟最为接近, 对于传统烟民来说转化更为容易。2023年HNB市场规模达到341亿美元, 同比增长11.6%。全球卷烟市场整体规模有9274亿美元, HNB市场相对来说占比仅有3.6%, 发展的潜力非常巨大。

目前四大烟草公司已经在HNB市场上有较多布局, 而中国在这方面的发展刚刚起步。从市场拓展的角度来看, 欧洲和北美等发达市场已经被四大烟草公司抢先进入, 而在中东、东南亚等地区仍有较多的新兴市场等待发掘。

图表48: HNB市场规模 (百万美元)



资料来源: Euromonitor, 安信国际

图表49: 四大烟草公司在减害烟草市场的布局

菲莫国际	英美烟草	日本烟草	帝国烟草
 <ul style="list-style-type: none"> 率先提出“无烟社会”, 将在未来10-15年在部分地区退出卷烟销售 主要产品为IQOS、IQOS VEEV, 在HNB市场中市占率第一 	 <ul style="list-style-type: none"> 提出“更好的明天”口号, 加速布局减害市场 主要产品为GLO、Vuse。在雾化合规市场中在多个区域市占率第一 	 <ul style="list-style-type: none"> 计划在未来加大对HNB产品的投入 主要产品为ploom、logic 	 <ul style="list-style-type: none"> 提出为期五年的“聚焦新型烟草”战略 主要产品Pulze、Blu

资料来源: 公司资料, 安信国际

4 资本运作：使命与机遇

参考全球四大跨国烟草公司的发展历程，可以发现并购与重组是他们实现品牌与市场份额提升的重要因素，也为我国烟草的跨国之路提供了参考。自上世纪90年代伊始，跨国烟草公司便通过在全球范围内进行兼并重组来扩展其在全球的版图，在新兴市场占据一席之地。频繁的并购，为其垄断国际烟草市场推波助澜，成为其绕开严密区域市场壁垒进入新兴市场的跳板。参考日本烟草公司的制度改革，在1985年日本取消了烟草专卖制度，因此国外卷烟品牌快速抢占日本市场。日烟转而进行跨国并购建立起广泛的境外卷烟生产营销体系，成为了如今世界第三的烟草公司。对于中烟集团来说，海外并购是突破地区烟草保护制度的重要手段，也是扩大烟草销售版图的必经之路。中烟香港作为中烟集团下唯一上市主体，承载了并购扩张的重要使命。

图表50：菲莫公司并购史

时间	事件
1978年	收购利吉特集团 (Liggett Group) 的国际卷烟业务
1992年	收购捷克最大卷烟厂 Tabak
1993年	控股俄罗斯卷烟厂 Krasnodar Tobacco Factory。
1995年	控股波兰最大烟草企业 Zakłady Przemysłu Tytoniowego Krakowie (ZPTK)
1998年	3亿美元向 Liggett Group 收购“蓝星”，“切斯特菲尔德”，“云雀”三个品牌的美国业务
2005年	52美元收购印度尼西亚 Sampoerna 公司40%的股份
2005年	收购哥伦比亚 Coltabaco 公司98.2%的股份
2008年	20亿美元收购加拿大 Rothmans Inc. 烟草公司
2008年	2.54亿欧元收购帝国公司手卷烟丝品牌 Interval
2010年	收购菲律宾福川烟草公司 (Fortune)
2014年	1亿美元收购英国电子烟企业 Nicocigs Limited
2021年	8.2亿美元收购丹麦尼古丁口香糖制造商企业 Fertin Pharma

资料来源：网络资料，安信国际

图表51：英美烟草并购史

时间	事件
1977年	收购罗瑞拉德烟草公司的国际业务
1992年	收购匈牙利最大的烟草制造厂 Peccsi Dohanygyar
1994年	10亿美元收购美国烟草公司
1999年	76亿美元收购英国乐富门国际公司
2000年	107亿加元收购加拿大 Imasco 烟草公司
2003年	23.2亿欧元收购意大利国家烟草公司 Ente Tabacchi Italiani
2004年	在美国的全资子公司与雷诺烟草公司实现合并，组建雷诺美国烟草公司，英美烟草公司占新公司42%的股份
2007年	17.2亿美元收购土耳其国家烟草公司 Tekef
2008年	21亿英镑收购丹麦斯塔的纳维亚烟草公司全部卷烟业务和部分口含烟、手卷烟业务
2012年	收购英国电子烟企业 CN Creative
2017年	494亿美元收购美国第二大烟草公司雷诺美国剩余57.8%的股权
2021年	1.8亿英镑收购大麻生产商 Organigram 20%的股份

资料来源：网络资料，安信国际

图表52：日本烟草并购史

时间	事件
1999年	78亿美元收购雷诺烟草公司非美国业务
2007年	148亿美元收购加莱赫集团
2009年	收购两家巴西烟叶公司
2009年	收购英国烟叶公司 Tribac
2013年	和菲莫公司共同收购俄罗斯大都会公司40%的股份，双方各出7.5亿美元持有20%的股份
2015年	收购美国电子烟企业 Logic
2015年	收购伊朗 Arian 烟草公司
2016年	收购埃塞俄比亚国家烟草公司40%的股份
2016年	50亿美元收购雷诺美国 Natural American Spirits 品牌的非美国业务
2017年	9亿美元收购菲律宾 Mighty 烟草公司
2017年	6.6亿美元收购印尼丁香烟生产商 KDM 和其经销网络 SMN
2018年	15亿美元收购俄罗斯烟草公司 Donskoy Tabak
2018年	16亿美元收购孟加拉国烟草公司 Akij Group

资料来源：网络资料，安信国际

图表53：帝国烟草并购史

时间	事件
1997年	18.5亿英镑收购来自法国的全球卷烟纸领头羊Rizla
2000年	收购比利时Baelen手卷烟公司
2001年	收购撒哈拉以南非洲第二大卷烟制造商和经销商Tobaccor公司75%的股份
2002年	52亿欧元收购利是美烟草公司
2007年	19亿美元收购美国第四大烟草公司共和牌号公司（Commonwealth Brands）
2008年	126亿欧元收购世界第五大跨国烟草公司阿塔迪斯烟草公司
2013年	7500万美元收购中国香港叁龙国际公司电子烟业务（前身是第一家电子烟企业如烟）
2014年	71亿美元收购雷诺美国烟草公司部分卷烟品牌、电子烟品牌和资产。
2019年	1亿美元收购加拿大大麻公司Auxly 20%股份

资料来源：网络资料，安信国际

5 财务分析

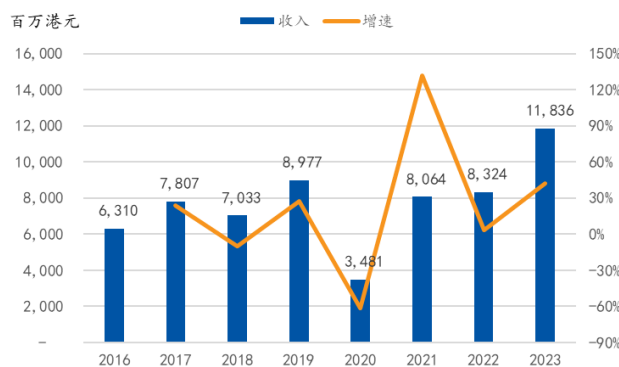
中烟香港（6055.HK）是中烟集团旗下唯一上市平台，主营烟叶进出口、卷烟出口、新型烟草出口业务。公司23年业绩突破历史新高，收入118亿港元，同比增长42%，净利润6.9亿港元，同比增长49%，增长强劲。

公司的毛利率及净利率在自20年开始在进口业务以及巴西业务的拉动下，利润率有了显著提升。公司最核心的增长引擎和利润来源是烟叶进口业务，占公司收入的比重达到68%，毛利占公司比重达到67%。

费用率：公司为贸易公司，没有销售费用。管理费用率自20年开始有所提升，主要是21年收购中巴公司，带来的收购相关费用，以及在当地运营产生的管理费用。财务费用主要是由于21年收购了中巴公司，公司支付的贷款定金主要来自于银行借款，会产生一定的财务费用。

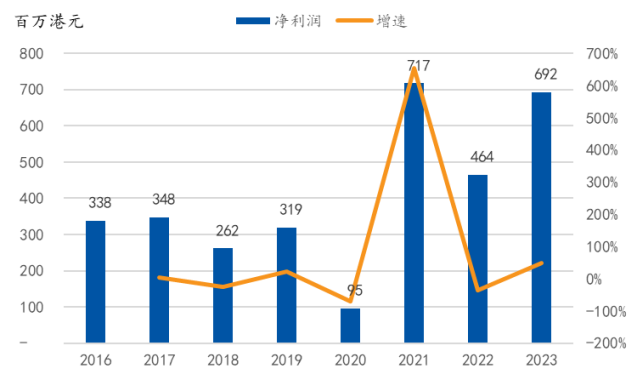
公司的ROE水平一直较高，近几年（除了20年以外）一直在20%以上。受益于特许经营的地位，公司的各项业务一直保持着稳定和可持续的盈利。

图表54：收入及增速



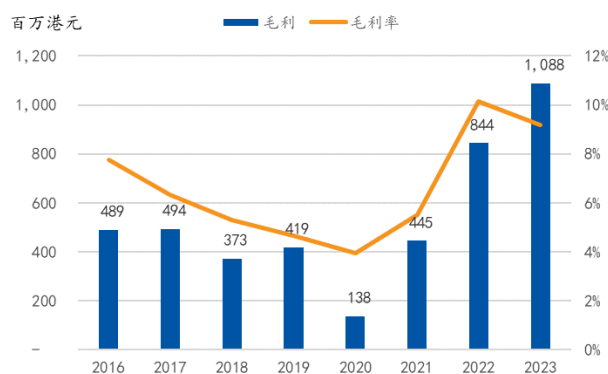
资料来源：公司财报，安信国际

图表55：净利润及增速



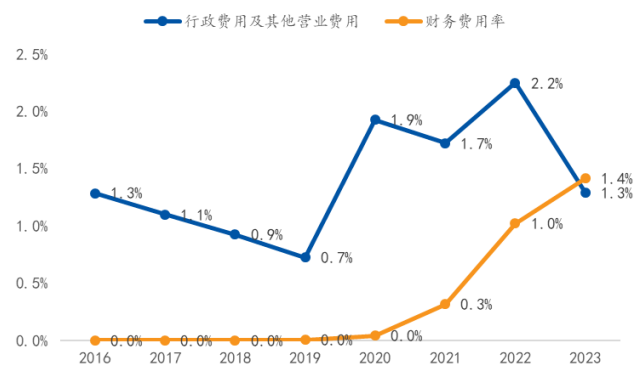
资料来源：公司财报，安信国际

图表56：毛利及毛利率



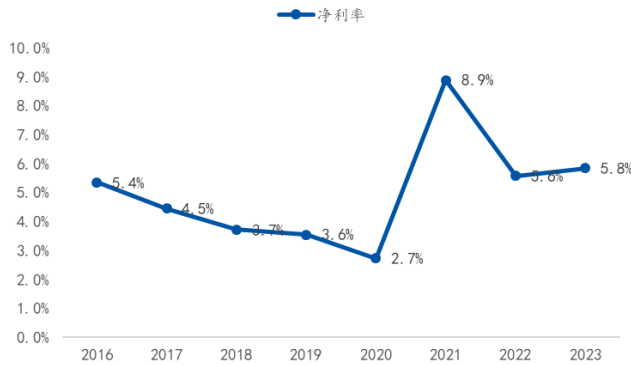
资料来源：公司财报，安信国际

图表57：费用率



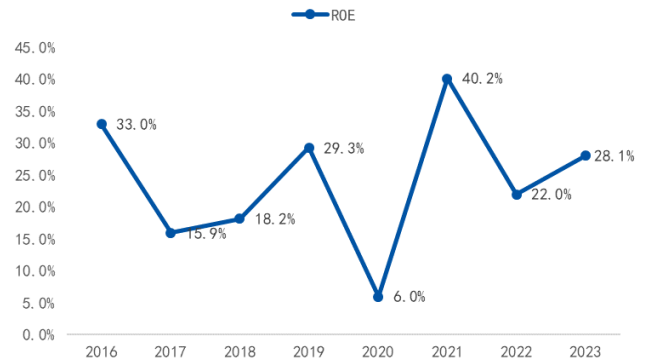
资料来源：公司财报，安信国际

图表 58: 净利率



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 59: ROE

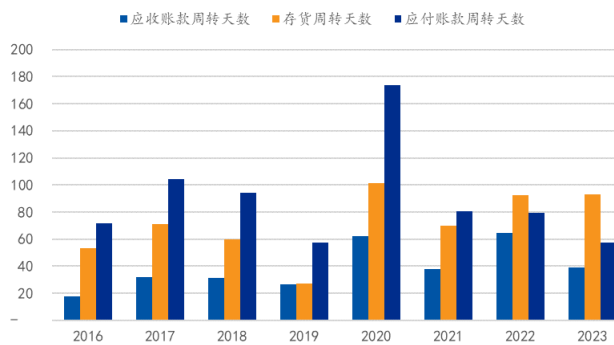


资料来源: 公司财报, 安信国际

现金流受发货节奏影响较大。由于公司经营的时进出口业务, 每批货物运输价值大、时间长, 所以现金流, 以及应收、应付、存货的周转效率有比较大的波动。

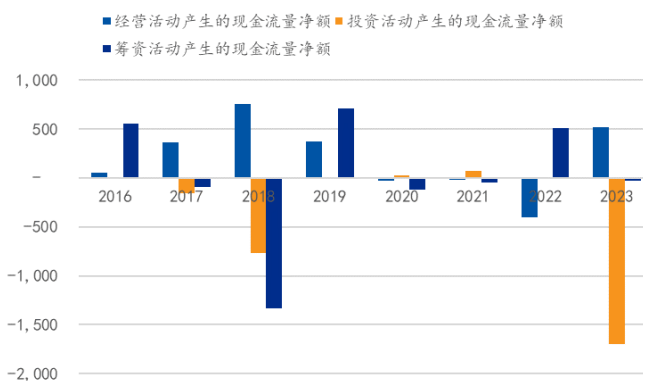
杠杆水平略有下降, 流动性相对稳定。23年公司资产负债率为60%, 较22年略有下降。流动比率为1.55倍。考虑到公司背靠中烟集团, 财务状况可以认为是比较稳健的。

图表 60: 运营周转指标



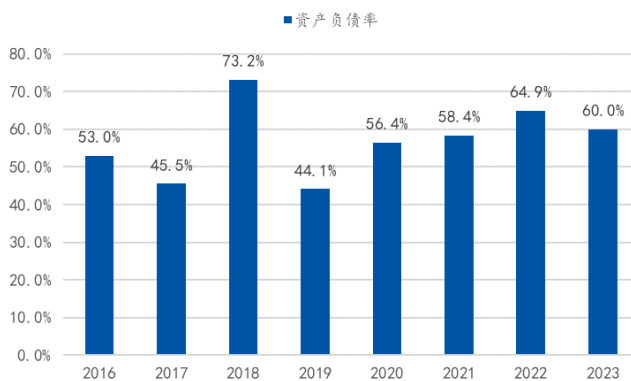
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 61: 现金流表现



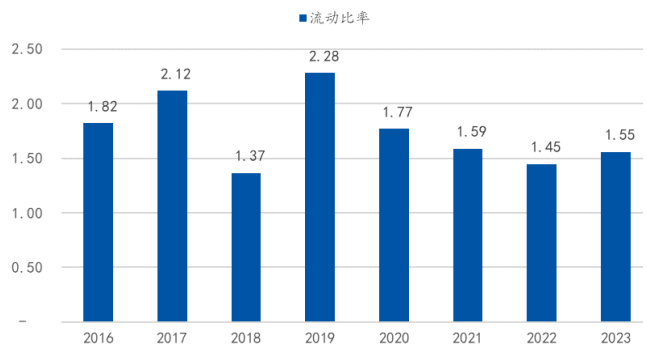
资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 62: 资产负债率



资料来源: 公司财报, 安信国际

图表 63: 流动比率



资料来源: 公司财报, 安信国际

6 盈利预测及估值

6.1 财务报表预测

公司于6月3日发布盈喜，预期中期业绩收入同比增长不低于10%，净利润增长不低于30%。主要受益于：1) 免税店客流恢复带来的卷烟出口业务增长；2) 烟叶进口业务量价齐升；3) 烟叶出口业务增长。

我们认为受到厄尔尼诺气候影响，以及中国的烟叶进口需求增加，当前烟叶价格正处于上升周期，由此带来公司的业绩提升。未来这一趋势有望延续，并且卷烟的恢复性增长也将为公司未来三年的增长带来动力。从长期看，公司的特许经营权给公司带来稳定而可持续的盈利。新型烟草则是未来可能的新的增长点。另外我们也看好公司作为资本运作平台，通过并购发展壮大的决心。

综合以上，我们预计24/25/26年公司收入将达到131/144/158亿港元，净利润达到9.04/9.73/10.86亿港元。

图表 64：财务报表预测

港元百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,064	8,324	11,836	13,097	14,408	15,882
YoY		3.2%	42.2%	10.7%	10.0%	10.2%
营业成本	-7,619	-7,480	-10,748	-11,638	-12,788	-14,078
毛利	445	844	1,088	1,459	1,620	1,805
毛利率	5.5%	10.1%	9.2%	11.1%	11.2%	11.4%
管理费用	-139	-187	-153	-169	-231	-254
占收入比例	-1.7%	-2.2%	-1.3%	-1.3%	-1.6%	-1.6%
财务费用	-26	-85	-167	-185	-204	-225
占收入比例	-0.3%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
其他收入/支出	493	44	91	101	111	122
占收入比例	6.1%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
除税前溢利	774	616	859	1,205	1,297	1,448
所得税	-56	-151	-167	-301	-324	-362
所得税率	7.3%	24.6%	19.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润(含少数股东权益)	717	464	692	904	973	1,086
净利率	8.9%	5.6%	5.8%	6.9%	6.8%	6.8%
少数股东损益	15	89	94	131	144	159
净利润(不含少数股东权益)	703	375	599	773	828	927
每股收益(港元)	1.02	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
市盈率(倍)	16.6	31.2	19.5	15.1	14.1	12.6

资料来源：安信国际预测

6.2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和美股中烟草相关公司作为可比公司。2024 年预测 PE 的平均值在 19.6x。考虑中烟香港的特许经营地位和行业前景，我们给与 18x PE。2024 年预测 EPS 为 1.12 港元，对应股价测算为 20.1 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 10%，同时，长期给予 2% 的增速。合理价格为 20.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 20.2 港元，较最新的收盘价有 20.1% 的上涨空间。

图表 65: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024	2025
思摩尔国际	6969.HK	589	HKD	58.0	27.5	18.1	18.8	22.0	10.2	21.4	32.6	31.3	26.8
yoy				120%	-53%	-34%	4%	17%					
雾芯科技	RLX.N	23	USD	3.2	2.1	0.8	0.9	1.1	7.2	11.1	30.5	25.4	21.4
yoy					-29%	-63%	20%	19%					
菲利普莫里斯PM.N		1,574	USD	91.1	90.5	78.1	97.3	108.1	17.3	17.4	20.1	16.2	14.6
yoy				13%	-1%	-14%	25%	11%					
英美烟草	BTI.N	688	USD	91.8	80.3	-183.4	101.7	104.9	7.5	8.6	-3.8	6.8	6.6
yoy				6%	-2%	N/A	N/A	3%					
日本烟草	2914.T	89,680	JPY	3,384.9	4,427.2	4,822.9	4,946.0	5,251.7	26.5	20.3	18.6	18.1	17.1
yoy				9%	31%	9%	3%	6%					
环球烟草	UVV.N	11	USD	0.9	0.9	1.2			13.1	13.3	9.3		
yoy				22%	-1%	43%							
平均估值									13.6	15.3	17.9	19.6	17.3

注: 时间截止2024/6/18, 预测值为wind一致预测
资料来源: wind, 安信国际证券研究

图表 66: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2024年每股收益 (港元)				
		0.90	1.01	1.12	1.23	1.35
PE	8.0	7.2	8.0	8.9	9.8	10.8
	13.0	11.8	13.1	14.5	16.0	17.6
	18.0	16.3	18.1	20.1	22.1	24.3
	23.0	20.8	23.1	25.7	28.3	31.1
	28.0	25.3	28.2	31.3	34.4	37.9

资料来源: 安信国际证券研究

图表 67: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030
(年结31/12; HKD 000)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	8,064	8,324	11,836	13,097	14,408	15,882	17,202	18,634		
增长率%		3.2%	42.2%	10.7%	10.0%	10.2%	8.3%	8.3%		
EBIT	799	701	1,026	1,390	1,500	1,673	1,810	1,959		
增长率%		-12.3%	46.5%	35.4%	7.9%	11.5%	8.2%	8.2%		
EBIT率%	9.9%	8.4%	8.7%	10.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%		
有效税率%	7.3%	24.6%	19.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%		
EBIT x (1-有效税率)	741	528	827	1,043	1,125	1,255	1,358	1,469		
+ 折旧	45	50	51	-	-	-	-	-		
+ 金融资产公允价值亏损	-	-	-	-	-	-	-	-		
+ 股权激励开支	-	-	-	-	-	-	-	-		
+ 营运资金变动	-326	-911	-238	-91	-252	-283	-255	-277		
- 资本支出	0	-	-16	-	-	-	-	-		
自由现金流, FCF	460	-332	624	951	873	971	1,102	1,124	1,147	1,170
增长率%		-172.3%	-287.8%	52.4%	-8.2%	11.2%	13.5%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6
折现因子				1.0000	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645
FCF现值				951	794	803	828	768	712	660
FY2024-30 FCF现值总额				5,516						
永续期价值现值				8,419						
企业价值				13,935						
- 净负债				452						
- 少数股东权益				-333						
DCF估值(HKD 000)				14,054						
假设:										
WACC				10%						
短期增长率				2%						
永续增长率				2%						

资料来源: 安信国际研究预测

7 风险提示

- 公司特许经营地位发生重大改变
- 国内烟叶进口需求转弱
- 气候影响巴西地区烟草种植
- 烟草价格下跌

8 附录：财务报表预测

资产负债表

港元百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等值项目	1,785	2,332	2,933	3,367	3,839
应收、预付及其他应收	1,604	908	1,390	1,529	1,685
存货	2,509	2,974	2,969	3,262	3,591
其他流动资产	2	-0	-	-	-
流动资产总额	5,900	6,214	7,291	8,158	9,115
物业、厂房及设备	43	43	41	41	41
使用权资产	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
无形资产	162	131	131	131	131
商誉	213	213	213	213	213
递延税项资产	8	81	81	81	81
其他非流动资产	44	59	59	59	59
非流动资产总额	470	527	524	524	524
总资产	6,371	6,740	7,815	8,682	9,639
贸易应付款项	1,929	1,438	1,823	2,003	2,205
其他应付及合同负债	-	-	-	-	-
短期有息债务	2,095	2,480	2,480	2,480	2,480
应付即期税项	41	67	67	67	67
租赁负债	11	9	9	9	9
其他流动负债	-	3	3	3	3
流动负债总额	4,076	3,998	4,383	4,563	4,765
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	5	1	1	1	1
递延税项负债	49	47	47	47	47
其他	3	-	-	-	-
非流动负债总额	57	47	47	47	47
总负债	4,133	4,045	4,430	4,610	4,812
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
储备	619	1,090	1,651	2,194	2,790
少数股东权益	214	202	333	477	635
总股东权益	2,238	2,695	3,388	4,074	4,829

现金流量表

港元百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBIT	701	1,026	1,390	1,500	1,673
营运资本变动	-911	-238	-91	-252	-283
折旧及摊销	-205	-215	-301	-324	-362
其他	14	-55	-	-	-
经营性现金流净额	-401	518	997	924	1,027
资本开支	-	-16	-	-	-
其他	11	-1,683	-	-	-
投资性现金流净额	11	-1,699	-	-	-
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-203	-247	-211	-286	-331
新增债务	764	356	-	-	-
财务费用	-40	-125	-185	-204	-225
其他	-9	-11	-	-	-
筹资性现金流净额	513	-27	-397	-490	-556
现金净变动	123	-1,208	601	434	471
现金期初余额	1,659	1,785	2,332	2,933	3,367
现金期末余额	1,782	577	2,933	3,367	3,839

数据来源: iFind, 安信国际预测

利润表

港元百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,324	11,836	13,097	14,408	15,882
营业成本	-7,480	-10,748	-11,638	-12,788	-14,078
毛利	844	1,088	1,459	1,620	1,805
管理费用	-187	-153	-169	-231	-254
财务费用	-85	-167	-185	-204	-225
其他收入/支出	44	91	101	111	122
除税前利润	616	859	1,205	1,297	1,448
所得税	-151	-167	-301	-324	-362
净利润	464	692	904	973	1,086
归属母公司净利润	375	599	773	828	927
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
EBIT	701	1,026	1,390	1,500	1,673

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		42.2%	10.7%	10.0%	10.2%
除税前利润增长率 (%)		39.5%	40.3%	7.6%	11.7%
净利润增长率 (%)		49.2%	30.5%	7.6%	11.7%
盈利能力:					
毛利率 (%)	10.1%	9.2%	11.1%	11.2%	11.4%
净利率 (%)	5.6%	5.8%	6.9%	6.8%	6.8%
ROE (%)	22.0%	28.1%	29.7%	26.1%	24.4%

偿债能力:

资产负债率 (%)	64.9%	60.0%	56.7%	53.1%	49.9%
流动比率 (x)	1.45	1.55	1.66	1.79	1.91
利息覆盖倍数 (x)	8.24	6.13	7.51	7.36	7.45

营运能力

存货周转天数	93	93	93	93	93
应收账款周转天数	64	39	39	39	39
应付账款周转天数	79	57	57	57	57

每股资料

每股收益(港元)	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
每股净资产(港元)	3.24	3.90	4.90	5.89	6.98
每股经营现金流(港元)	-0.58	0.75	1.44	1.34	1.49

估值比率

PE	31.18	19.52	15.13	14.11	12.61
PB	5.22	4.34	3.45	2.87	2.42

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010