

➤ **从中外烟草二元论看中烟研究范式差别。**一方面：烟草税收 2023 年占国内财政比重约 7%+，当前经济承压背景下，国内新型烟草政策相对保守；反观欧美，2023 年伴随烟草税收财政占比下降（普遍在 0.5%-1%），ESG 逐步成为第一要务，政策友好度更高；另一方面：中国政府执行力更强，中烟体系超过 50 万名员工，对烟草制品监管力度远大于海外；参考美国虽在 2020 年已经限制口味型产品，目前依然是全球最大新型烟草市场；国内随着烟草政策出台，如悦刻在国内市场新型烟草产品，若组织不出现较大变化，我们认为短期较难出现拐点，对于海外市场，一方面伴随海外市场放开，叠加国内烟草逐步增长，中烟出海从可选题变成必选题，中烟香港作为中烟出海唯一主体，产业重要性毋庸置疑。

➤ **消费新形势下，关注中烟香港宏大叙事。**分税收是中烟考核核心 KPI，在消费新形势下，我们看到过往通过产品结构升级带来税利增长的模式难以为继，中烟出海也从可选转为必选，中烟香港在中烟体系重要性大幅提升；2023 年中烟香港收入/利润分别为 118/6 亿元，截至 2024 年 10 月 16 日，中烟香港市值仅 121 亿元，相比全球性烟草巨头存在较大差距，目前中烟香港利润更多来自中烟的业务划拨，包括烟叶进出口和卷烟免税的出口，考虑到中烟香港市值做大符合中烟的利益，短期关注更多业务划拨；中长期看，中烟出海成功关键看有税市场，一方面新型烟草占比提升，用户对于市场品牌黏性较弱，给了新“玩家”破局机会；另一方面在全球格局重塑和“一带一路”背景下，均为中烟出海创造良机。

➤ **复盘日烟往事，探讨中烟有税市场机遇。**日烟在 1985 年前类似中烟是封闭非市场化企业；当时因销售见顶叠加美国政府施压，倒逼日本取消专卖制度并对日烟进行民营化改革；在市场化运作叠加日本政府财务支持下，公司于 90 年代开启全球市场烟草并购，同时对于自身营销、供应链和管理持续完善，截至 2023 年日本烟草收入/净利润为 1427/242 亿元，是全球第四大烟草集团，海外收入占比达 76%。以此借鉴，后续重点关注中烟组织架构调整节奏，且在新产品&新格局背景下，中烟香港或加大海外资产（产能/渠道）并购，借此切入海外市场。

➤ **投资建议：**中烟香港业绩属于下有底，上有想象空间的公司。从底部业绩看，作为中烟海外业务的划拨（2023 年 90%来自关联交易），当前中烟香港收入已达到百亿级别，2023 年仅中烟进出口业务总和约 200 亿元规模，叠加地方中烟的海外资产，中烟香港作为中烟海外资产整合平台，**目前正在经历从烟叶贸易商往烟叶生产&卷烟生产过渡阶段，关注海外烟叶种植加工环节和海外卷烟生产环节的注入进度。**在中烟规范化经营背景下或加速推进资产注入进程，母公司的支持构成公司稳定的现金奶牛；从远期来看，伴随国内传统烟草红利渐进尾声，**中烟香港承载中烟海外业务的重任，在全球新格局/新产品背景下，中烟香港或通过并购产能/渠道/品牌等资产，加速切入海外卷烟销售的有税市场。**在不考虑外延并购背景下，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 8.50/9.90/11.52 亿港元，对应估值仅为 14/12/11X，相比国内外烟草产业链公司，中烟香港业绩/估值均有较大提升空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**海外并购不及预期，行业竞争加剧，汇率波动。

盈利预测与财务指标

单位/百万港元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,836	13,579	15,235	17,009
增长率 (%)	42.2	14.7	12.2	11.6
归母净利润	599	850	990	1,152
增长率 (%)	59.7	42.0	16.5	16.3
EPS	0.87	1.23	1.43	1.67
P/E	20	14	12	11
P/B	4.9	3.9	3.0	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 16 收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

推荐

首次评级

当前价格：

19.16 港元


分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

研究助理 胡皓寒

执业证书：S0100123060015

邮箱：huhaohan@mszq.com

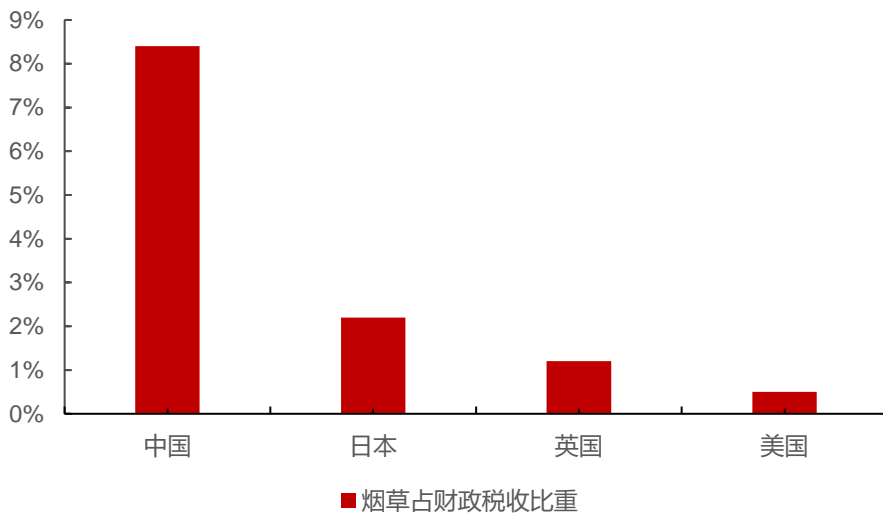
目录

1 中国/欧美对新型烟草政策存在本质差异，产业发展需向外看	3
2 消费新形势下，中烟香港是烟草“国家队”走出去的核心平台	8
2.1 短期看点：规范化经营驱动，中烟海外资产注入可期	8
2.2 中长期：挺进有税市场，中烟二次腾飞的希望	13
3 复盘日烟往事，探讨中烟有税市场机遇	19
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析	25
4.3 投资建议	25
5 风险提示	27
插图目录	29
表格目录	29

1 中国/欧美对新型烟草政策存在本质差异，产业发展需向外看

财政差异决定中国与欧美发达国家对新型烟草态度。烟草税收在发展中国家占财政收入比重普遍在 5%-10%；如中国 2023 年烟草利税达 1.52 万亿元（相比白酒仅千亿级别），占财政收入比重近 7%，2023 年该数值在日本英国比例都在 2.5% 以下。对于发达国家已经基本摆脱了烟草对财政的制约，更多基于 ESG 维度关注烟草产业发展，包括降低产品吸引力&对身体危害，对于减害类产品的新型烟草包容度相对更高，如英国于 2021 年宣布将把电子烟纳入医疗处方，以帮助更多烟民戒烟；反观中国，税收依然是烟草市场考核的关键要素，对于新型烟草依然表现相对严苛的政策态度。

图1：不同国家 2023 年烟草占财政税收比重



资料来源：两个至上，中华人民共和国财政部, tokyofoundation, 烟草市场, 民生证券研究院

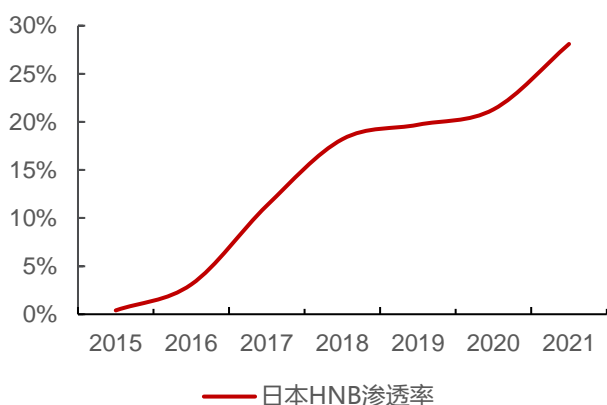
中国对于新型烟草政策：强监管，税收是第一性原理。

雾化型电子烟：原料端：电子烟用尼古丁的相关交易活动需要通过全国统一的电子烟交易管理平台进行；价格实行市场调节，烟草总局制定价格政策和标准；供应链采取配额制度，政府对电子烟实际尼古丁需求量结合管控制度，制定供应配额；**产品端：**成分采取白名单制度，明确列出允许使用的 101 种添加剂白名单；且企业推出的电子烟产品需要经过中烟审核才可以对外销售；**渠道端：**电子烟渠道由中烟进行统一管理（而非品牌商），终端零售户必须取得牌照后方可销售。**国内雾化电子烟相比海外成熟市场限制更多，一方面出于对青少年的保护，另一方面就税收而言，雾化行电子烟对税收的贡献远不及传统烟草；**

加热不燃烧电子烟：2018 年 7 月，国家烟草专卖局发布公告，明确表示加热

不燃烧产品属于烟草制品范畴，未经批准的产品无法在国内进行生产销售，截至目前暂无一款加热不燃烧产品获批。不同于雾化，HNB 对税收影响有限，HNB 生产、销售可以参照传统卷烟，且参考日本，当年日本在加热不燃烧推广过程中，税收并没有出现特别大的变化。国内之所以没有放开，我们判断：1) 技术相对不成熟，虽然目前各地方中烟均推出相应产品（主要销往海外），但相比 IQOS，在温度控制和用户体验上存在差距，且专利方面仍有瑕疵；2) 体系制约，传统烟草已经形成稳定的地税体系，根据国家统计局数据，“十二五”期间，云南烟草产业财政贡献率超过 50%，占据了云南政府收入的半壁江山，若 HNB 过快发展，或对 HNB 起步较晚且对烟草高依赖的省市财政造成影响。

图2：日本 HNB 渗透率



资料来源：烟草在线，华经情报网，民生证券研究院

图3：日本烟草税收（单位：万亿日元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

欧美发达国家对于新型烟草监管：以 ESG 为主导，对于新型烟草监管相对温和。 欧美对于新型烟草强监管状态：包括对电子烟产品打造、限制未成年吸烟等方面均有较强监管，但对于市场准入、广告推广、口味限制、产品研发和创新等领域相比国内要宽松：**准入机制**：HNB 获取所在地的资质后，可以在当地进行销售；**推广**：电子烟广告在遵守未成年人保护等相关法规后，可以在特定条件下进行宣传；**口味**：欧盟允许多重口味电子烟在市场进行销售；**研发**：大型烟草公司主导新型烟草的产品研发和创新，无论是基础研究或应用研究均领先于中烟。

表1：各国监管政策

地区/国家	监管机构	主要监管规定	税收
美国	FDA (食品药品监督管理局)	需FDA批准, 上市前需通过PMTA (烟草产品上市前申请) 程序	对电子烟和尼古丁产品征税。
欧盟	欧盟委员会	《烟草产品指令》(TPD) 对电子烟进行监管, 包括健康警示、尼古丁含量限制、产品标准。	各成员国不同, 关注度逐渐增加。
英国	MHRA (药品和健康产品管理局)	遵循欧盟TPD的规定, 电子烟的广告和营销有当地规定。	与传统烟草产品类似, 征收相应的税收。
德国	联邦卫生部	遵循TPD规定, 实行年龄限制、尼古丁含量限制和广告禁令。	对电子烟和尼古丁产品征收重税。
法国	团结与卫生部	遵循TPD规定, 广告限制严格, 尼古丁含量受到控制。	近年来开始对电子烟征税。
意大利	卫生部	遵循TPD并附加公共场所禁言和新型烟草产品的广告限制。	电子烟征税, 并且增加了地方税。

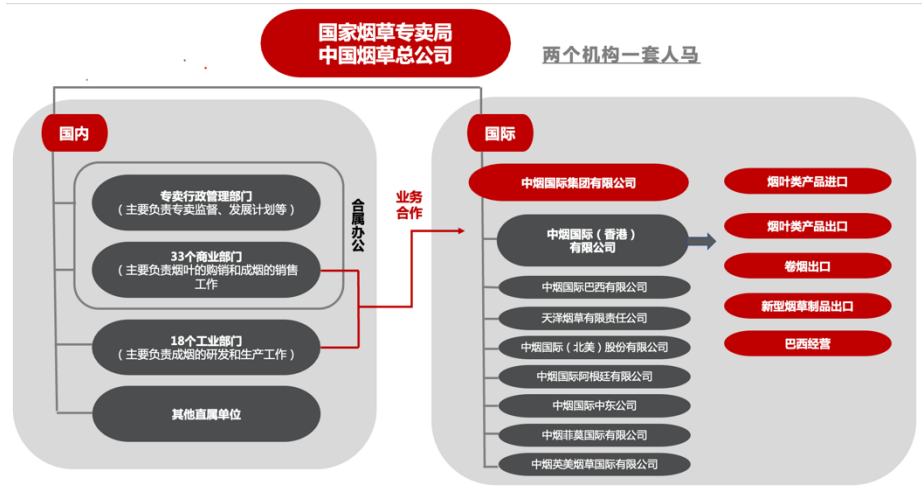
资料来源：中银律师事务所，民生证券研究院

强势&弱势政府对新型烟草监管执行力存在差异。

- 中国：2022年新型烟草政策出台后，整个新型烟草市场规模下滑80%。**

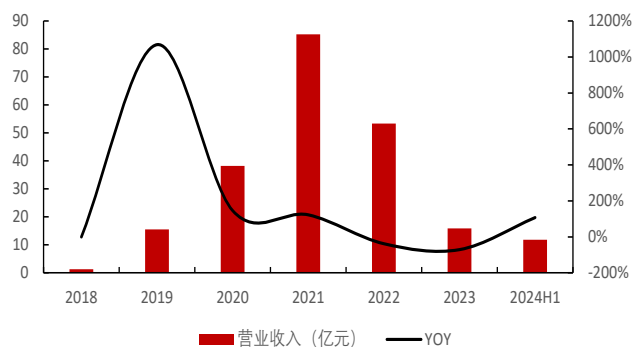
在中国的“大政府”体系下，政策和法规由中央政府主导并迅速实施，确保法规的统一性和高效执行；**快速立法**：中国能够迅速出台与电子烟相关的法律法规，如2022年实施的《电子烟管理办法》和相关国家标准，这些政策对电子烟行业的生产、销售、广告、口味等方面进行了详细的规范。**全国统一的监管标准**：中央统一管理模式确保了全国范围内电子烟的监管政策一致，避免了地区差异。相比于一些国家不同地方执行不同政策的情况，中国的政策更具执行力。**持续且严厉的监管**：有力的体制保证了烟草政策执行的持续性。**故2022年中烟正式禁止电子烟口味后，如头部品牌悦刻在市占率提升背景下，国内收入依然从2021年85亿元降至2023年15.9亿元，降幅超过80%。**

图4：中国烟草监管体系



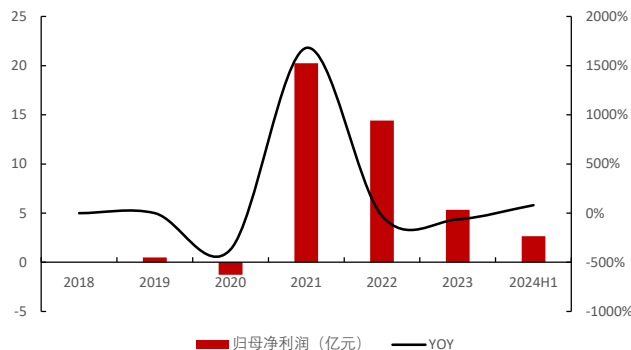
资料来源：国家烟草专卖局，中华人民共和国商务部，国家法律法规数据库等，民生证券研究院

图5：雾芯科技收入 2022-2023 年大幅承压



资料来源：雾芯科技公司公告，民生证券研究院

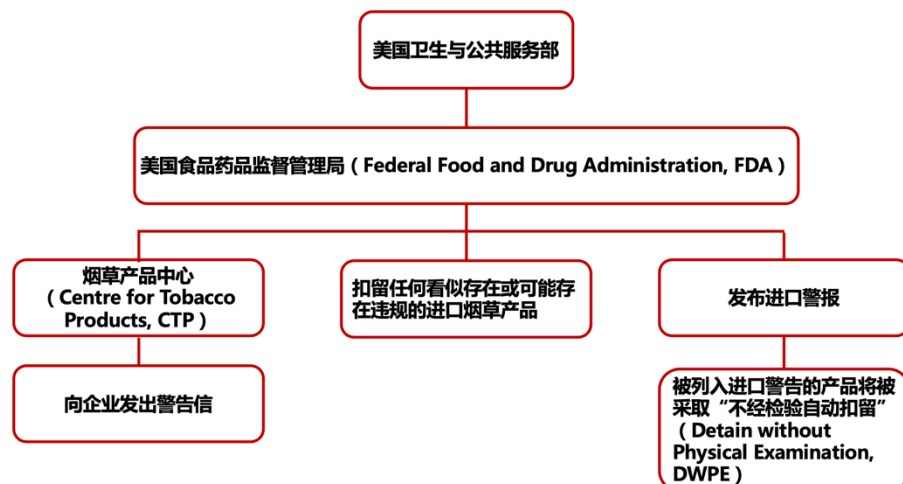
图6：雾芯科技归母净利润 2022-2023 年大幅承压



资料来源：雾芯科技公司公告，民生证券研究院

➤ **美国：新型烟草口味禁令出台后，目前仍然有庞大的水果口味电子烟市场。**不同于国内由中烟进行统一监管，美国烟草（包含新型烟草）监管主要分：**联邦层面**：由 FDA 进行监管，主要负责产品标准制定、市场准入、广告和推广的监管，在烟草领域监管更难以和中烟比拟，需要州政府和海关进行执法；**州政府层面**：基于联邦政府法规，对销售、税收、消费年龄等方面有更多的自主权，往往根据各州的具体情况设定更加严格或宽松的监管措施。考虑美国监管主体主要在各个州，故不同区域对电子烟监管存在差异，如加州执法力度相对严格，实施高额烟草税并限制电子烟广告；佛罗里达州对电子烟的监管相对适中。虽然电子烟的合法购买年龄提高到 21 岁，但该州没有实施口味禁令。电子烟在该州的使用和销售相对自由，但在某些公共场所电子烟受到限制。**不同于中国，美国于 2020 年禁止换弹式电子烟中销售含水果口味的电子烟，不过目前美国仍然有庞大的水果口味电子烟市场。**

图7： 美国烟草监管体系



资料来源：中银律师事务所，民生证券研究院

总结：一方面：2023 年烟草税收占国内财政比重约 7%+，在当前经济承压背景下，国内新型烟草政策相对保守；反观欧美发达市场，伴随烟草税收在财政占比愈发下降，ESG 已逐步成为最重要考量，政策友好度更高；另一方面：中国的政府执行力更强，对新型烟草监管力度远远大于海外；参考美国虽然在 2020 年已经限制了口味型产品，不过目前美国仍有庞大的水果口味电子烟市场。故对于国内市场，若组织不出现较大变化，我们认为短期新型烟草较难出现较大拐点，反而对于海外市场，一方面伴随海外市场的快速放开，叠加国内烟草增长渐进颓势，中烟出海从可选题变成必选题，中烟香港作为中烟出海唯一主体，产业重要性毋庸置疑。

2 消费新形势下，中烟香港是烟草“国家队”走出去的核心平台

2.1 短期看点：规范化经营驱动，中烟海外资产注入可期

近年来中烟重点推进合规&改革，中烟香港对内是贸易&资产整合平台。如在2023年中国烟草半年度会议中，张建民局长对于下半年发展重点中，**第一条就是发扬彻底的自我革命精神，全力抓好行业整改整治；以永远在路上的坚韧执着，坚决打赢反腐败斗争攻坚战持久战。**中烟海外资产亦是合规化经营管理的重点，中烟在海外的原料/生产加工/销售渠道等领域具有较多储备，此前通过中烟国际（中烟香港母公司）或者各中烟地方公司进行分散管理，无论是合规性或效率端或存瑕疵；中烟香港作为中国烟草海外经营主体，后续整合中烟海外资产，实现合规&高效化经营是第一步，公司于2021年整合中烟巴西即可见一斑。

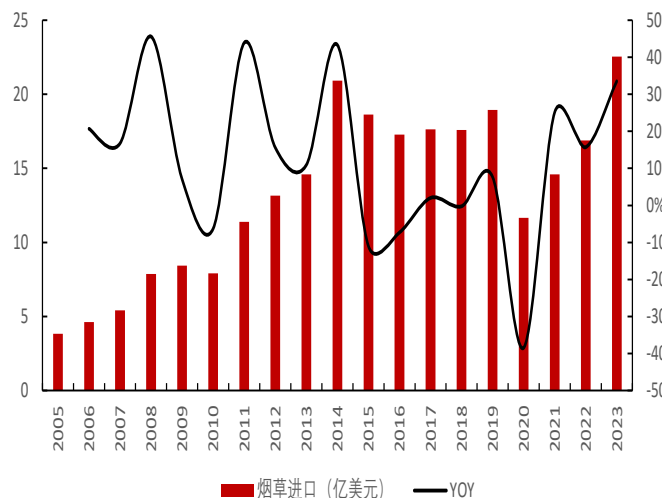
表2：中国烟草对内监管收紧

时间	政策	具体内容
2020年	新版《烟草控制法》实施，强化市场监管	为规范电子烟发展秩序，保障人民群众身体健康，保护消费者合法权益提供了法律依据。
2021年	建立内部审计机制，定期检查合规情况	持续推动财务审计工作转型升级，提高风险应对能力，增强履职尽责本领。
2021年	开展全员合规培训，提升员工法律意识	制定详细的培训计划，通过集中学习、集中研讨、案例分析等培训方式，进一步提高内管人员业务经营、法律法规及数据分析的能力，切实保障专卖内管工作质量。
2022年	完善风险管理体系，识别潜在合规风险	烟草合规应充分运用信息化手段，加强合规管理信息化建设，将合规要求和防控措施全面嵌入业务流程，将合规管理信息与财务、投资、采购等其他信息系统互联互通，实现合规风险及时预警和快速处置。
2022年	建立匿名举报机制，鼓励员工和公众举报违规	企业生产的内部人员可能出于利益考量做出隐蔽的、损害公司利益的行为，举报人对于组织内部不当行为、欺诈和不道德行为的揭露发挥着至关重要的作用。
2023年	聘请第三方机构进行合规审查，增强透明度	出口电子烟产品因质量安全问题被国际组织、境外政府机构通报的，企业应当立即向所在地烟草专卖局报告，相关企业应当接受烟草专卖局依法组织开展的核查处理。
2023年	制定行业自律公约，促进行业内企业合规	厘清烟草行业合规的底层逻辑，兼顾企业合规与行政执法合规并行的双重路径，通过合规考核有效协调业务拓展与合规管理的关系，夯实烟草行业合规管理的基石。
2024年	加强信息披露，按照法律要求及时发布经营信息	
2024年	实施零容忍政策，严惩内部违规行为	要大力开展行业整改整治，不折不扣落实中央巡视整改，完善权力运行制约和监督机制，堵塞制度漏洞，规范履职用权，持续巩固政治生态向好态势。

资料来源：烟草市场，烟草在线，烟草专卖局，锦天城律师事务所，第一财经，民生证券研究院

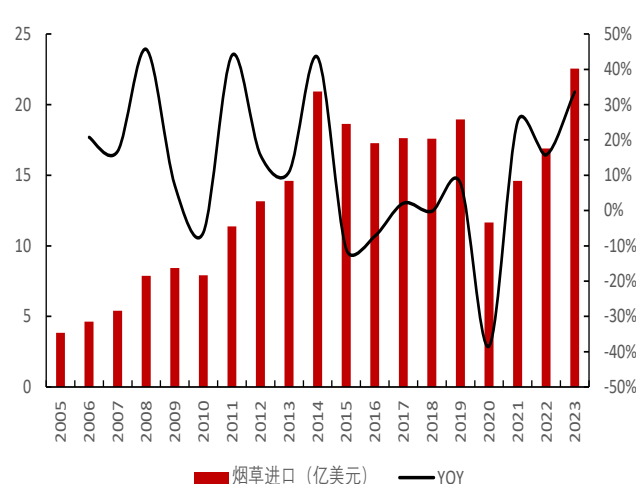
2023年中国烟草及其制品进口/出口金额分别为22.5亿美元/88亿元。进口产品主要为烟叶和卷烟进口，其中进口烟叶主要应用于中高端卷烟以提升烟草口感，卷烟进口是通过配额制管理，根据海关总署数据，2023年卷烟进口额为4.3亿美元，我们预计**烟叶进口**主要以高端烟叶为主；**烟叶出口**主要以低端烟叶为主，故出口烟叶单价远低于进口烟叶单价；**卷烟出口**受制于海外客户认知&渠道布局等限制，目前以免税市场为主（备注：客群为出国旅游的中国人），在有税市场占比比较低（有税市场客群多为当地居民）。

图8：中烟进口金额



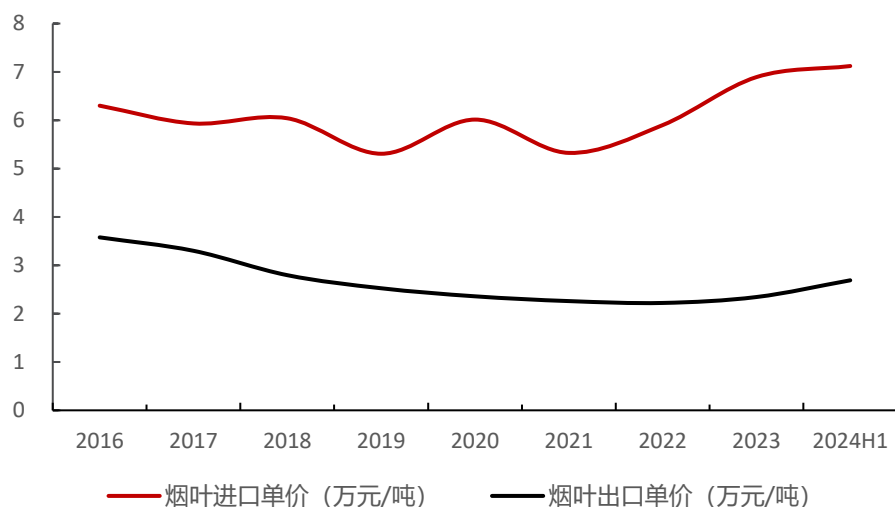
资料来源：商务部，民生证券研究院

图9：中烟出口金额



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图10：进口/出口烟叶主要为高端/低端品种，价格存在差异



资料来源：中烟香港公司公告，民生证券研究院

烟草进出口的参与公司除了中烟香港外，还包含如天泽烟草、中烟北美等公司。

- **天泽烟草**：津巴布韦天泽烟草有限责任公司成立于2005年4月，是在中津两国政府签署的《合作备忘录》基础上成立的，是中国烟草在津巴布韦的全资子公司。一方面伴随津巴布韦烟叶产量扩大（2008年的4.88万吨提升至2014年的21.6万吨），另一方面公司自身也在扩张产量，每年通过合同种植和拍卖场采购的烟叶达到3万余吨。
- **中烟国际（北美）股份有限公司**：设立在北卡罗来纳州（美国的头号烟草

生产州，主要生产白肋烟），主要负责在北美地区的烟叶采购、加工、销售以及相关烟草产品的市场拓展业务

- **中烟国际巴西有限公司**：巴西是当今世界烟叶出口第一大国、烟叶生产第二大国，中巴公司位于巴西西南部南大河州的驻地；根据海关数据，2023年中国从巴西进口额为 4.36 亿美元；
- **中烟国际阿根廷有限责任公司**。中烟国际阿根廷有限责任公司于 2008 年成立于阿根廷萨尔塔省。2023 年中国从阿根廷进口烟草用品约 6250 万美元；
- **中烟菲莫国际有限公司**：中烟和菲莫国际针对有税市场推广和销售中国烟草制品和菲莫国际的产品，通过建立分销网络和合作伙伴关系，确保产品能够覆盖广泛的市场；同时公司负责管理和推广双方的品牌，提升品牌在有税市场的知名度和美誉度；
- **中烟英美烟草国际有限公司**：中烟英美烟草国际有限公司于 2012 年 10 月在中国香港特别行政区成立，中国烟草以及英美烟草各持股 50%。其业务范围包括在全球市场中进行“State Express 555 (SE555)”产品的生产、推广与销售，在特定市场（不包括中国内地市场）中进行“双喜”产品的生产、推广与销售，开发并巩固公司品牌的市场份额；负责“双喜”产品及“State Express 555 (SE555)”产品的持续维护、研发和提升。

除了中国烟草外，部分地方中烟在海外亦有布局，主要是烟草产能或销售公司，该数据未统计在烟草进出口数据中，整体体量可观。

- **云南中烟**：云南中烟是全国 19 家卷烟工业企业中产销规模最大的省级中烟公司。通过云烟国际布局海外业务，多个国家和地区拥有全资、参股控股境外企业，还积极推动产品出口和国际合作。
- **广东中烟**：在柬埔寨设置威尼顿集团，广东中烟持股 80%，公司占地约 25.3 万平方米，员工 875 人，资产总额 7315 万美元，年卷烟生产能力 75 亿支。主要生产和销售吴哥、幸福、利是、椰树、双喜等品牌香烟；在中国澳门设置金叶卷烟厂，广东中烟持股 55%，公司厂房占地 4980 平方米，总资产 41,893 万港元，年卷烟生产能力 30 亿支。生产的“双喜”、“MU”、“福临大日子”等品牌卷烟，主要销往中国国内免税、中国香港、中国澳门、中东、非洲、太平洋岛屿地区；
- **重庆中烟**：联手缅甸第二特区（佤邦）政府成立缅甸邦康烟厂；根据 2006 年数据，有年产 8 万箱的整条制丝线，卷接设备采用国产 YJ14 / 23 对接机组 4 台套，包装使用国产 YB41 硬盒包装机组 4 台套，YB22—3000 型横包机组 1 台套。年最大生产能力 5 万箱。

我们认为中烟香港作为中国烟草海外资产整合平台，一方面中烟或把更多进

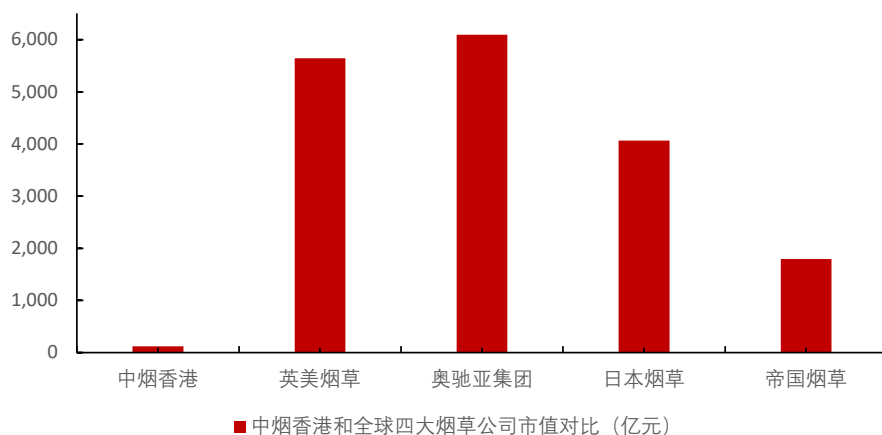
出口业务置于中烟香港上市公司体内；另一方面地方中烟公司的海外资产亦或置于上市公司，以统一主体进行海外布局。

以中烟巴西为例，低价格注入或是常态。中烟巴西于 2021 年注入中烟香港，注入估值不足 5X。2021 年中烟香港完成中烟巴西收购。这笔交易价值为 6340 万美元。此次收购的主要目的是加强公司在烟叶供应链的布局，扩大其全球市场的业务覆盖范围。中巴公司在巴西核心产区开展烟叶生产、收购、加工、销售及出口业务，拥有超过 2 万户签约农户，每年原烟收购数量超过 6 万吨。**2020 年中烟巴西收入/净利润为 48.2/875.3 万美元，对应估值为 4.7X（采用 2020Q2-2021Q1 净利润进行估值）。**

2021 年，中烟香港完成对中烟巴西的收购，中烟巴西注入中烟香港，注册资金 6340 万美元，当时的估值为 4.7x。这加强公司在烟叶供应链的布局，扩大其全球市场的业务覆盖范围。

中国烟草有动力做大中烟香港市值，短期业绩释放无虞。 1) **全球化战略的重要一步**：通过提升中烟香港的市值，中国烟草能够进一步强化其在国际市场上的地位和影响力，提升中国烟草在全球市场的知名度和话语权；2) **便于并购**：较大的市值能够增强中烟香港在国际市场上的并购能力。市值增长后，更利于并购国际知名烟草企业或进入新市场，加速全球份额扩张；3) **吸引合作**：市值较大的企业也更容易吸引国际合作伙伴，特别是在烟草供应链、分销网络以及技术合作等领域。合作伙伴更愿意与市值大、财务稳健的公司进行长期合作；4) **激励员工**：市值较大的公司通常会通过股权激励等方式吸引和留住优秀人才。较高的市值意味着员工在公司成长中的利益更有保障，从而提升企业的整体竞争力。短期中烟香港的业绩决定于中烟香港和母公司的业务往来，根据 2023 年公司年报数据，关联交易占中烟香港 90%，所以短期来看，通过围绕中烟的业务扩张和利润率保障，中烟香港具备扎实的业务基本盘。

图11：中烟香港和全球四大烟草公司市值对比

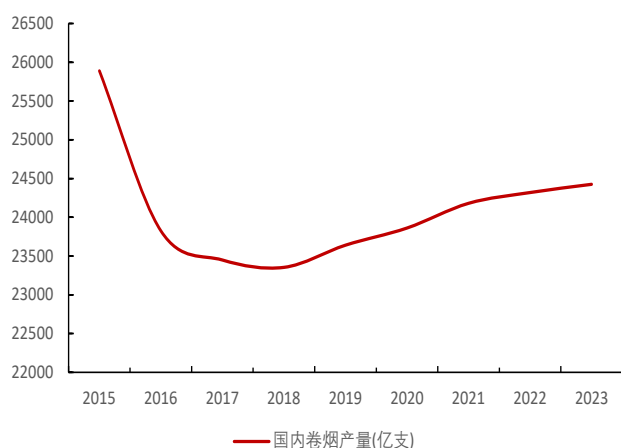


资料来源：wind，民生证券研究院 备注：数据来自 2024 年 10 月 16 日

2.2 中长期：挺进有税市场，中烟二次腾飞的希望

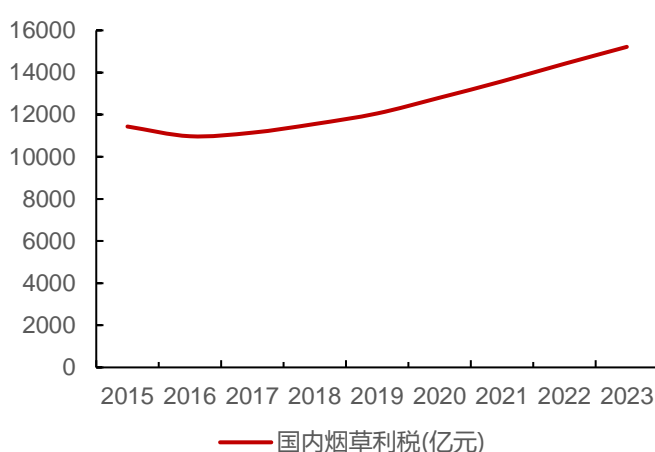
税收是中烟考核的核心 KPI，过去烟草税收通过提税顺价带来，在消费承压背景下遇到瓶颈，中烟走向海外成必然。烟草作为财政第一大税收来源，税利贡献是关键考核项目，在 2023 年贡献烟草利税达 1.45 万亿元，相比 2015 年提升 33%，值得注意的是，在烟草产量自 2015 年以来持续下行，其背后是受益于国内消费升级趋势，带动的产品结构性升级；伴随高端烟占比持续提升，单包烟对税利的贡献从 2015 年 8.8 元提升至 2023 年 12.5 元。不过进入 2023 年后，伴随国内整体消费承压，类似于其他消费品，高端烟草的消费或逐步表现出疲态，若在保证烟草对财政持续的贡献，我们认为出海或逐步从前期可选项变成必选项。

图12：国内烟草产量



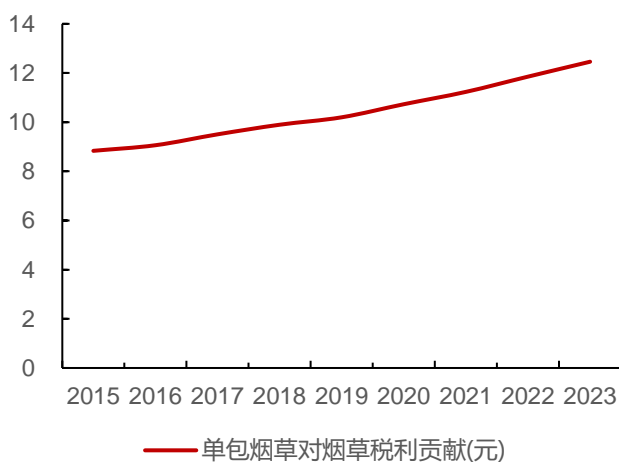
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图13：国内烟草利税



资料来源：烟草在线，民生证券研究院

图14：单包烟草对烟草税利贡献



资料来源：wind，烟草在线，民生证券研究院

图15：消费信心指数



资料来源：wind，民生证券研究院

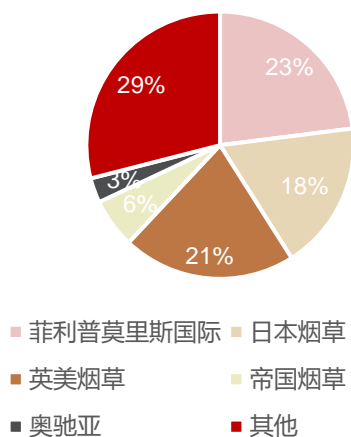
中烟布局海外市场二十余年，增长不尽人意。中烟在 2000 年逐步进军全球市场布局，将“中华”/“红双喜”等在海外市场扩张，以海外华人社群作为核心客群，

出海主体为各个烟草工业公司的海外事业部；其中：

- **产品端**：推出适合所在区域口味的产品，即使如中华在国内外销售的产品，焦油含量/香料配比/包装均有相应差异；
- **渠道端**：1) 与当地有实力经销商合作，如欧美市场借助 PMI 的渠道推广中华产品，并且借助 PMI 全球物流体系，降低拓展难度；2) 中烟在东南亚、非洲等设立海外事业部和销售分公司；
- **营销端**：在华人社区中建立品牌认同：中国烟草利用“中华”品牌在海外华人社区的影响力，依靠其作为中国传统高端卷烟的形象，在华人市场中增强了品牌认同感。

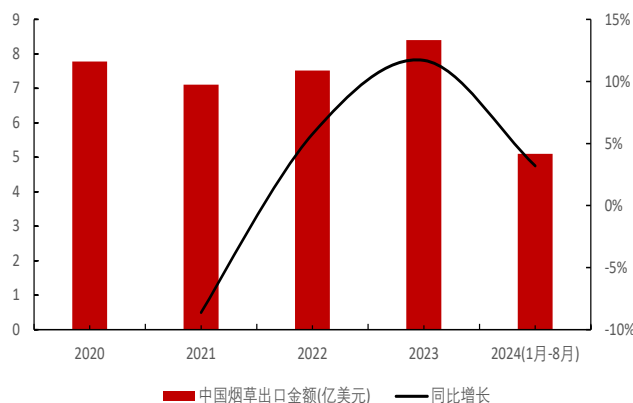
不过尽管中国烟草出海取得一定进展，但无论是体量或增速相比海外头部烟草公司均有较大差异：2020 年-2023 年出口金额在 7 亿美元，且主要集中在烟叶出口和免税市场（面向客户为中国人）的卷烟出口，一方面：受制于全球禁烟的大环境，且海外由四大烟草公司高度垄断（非中国市场，2023 年 CR4 占比接近 70%）；另一方面：中国烟草的海外扩展需要具备国际化的管理和运营能力，但由于长期专注于国内市场，海外市场的经营经验相对有限。如何建立有效的本地化团队，适应不同国家的文化、法律和市场环境，是中烟国际化面临的挑战之一。

图16：非中国市场 2023 年烟草市占率



资料来源：欧瑞咨询，Tobacco Companies，民生证券研究院

图17：中国烟草出口金额

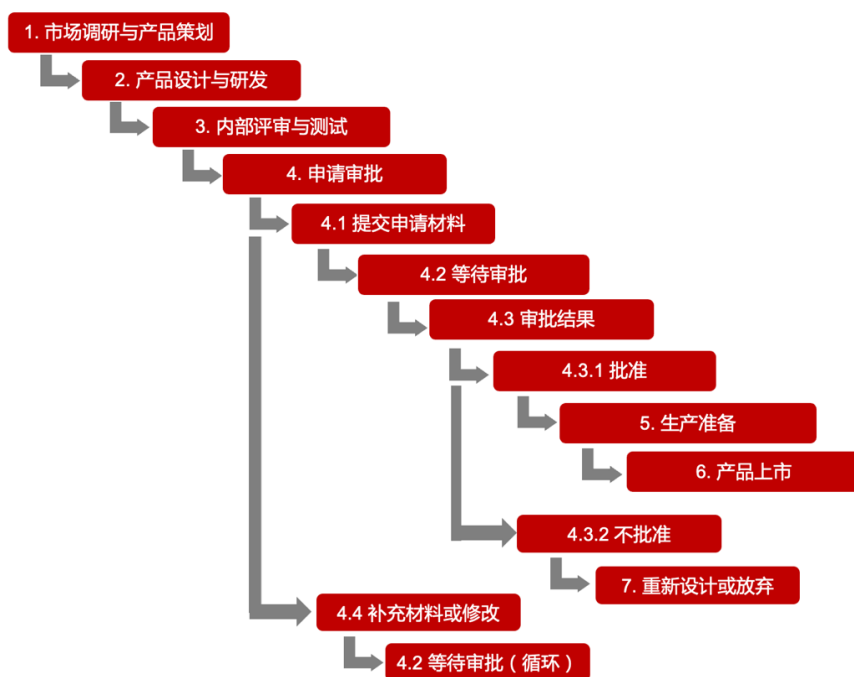


资料来源：信艾易数据，民生证券研究院

中烟封闭架构一定程度上限制海外拓展。尽管中烟是全球最大的烟草公司，且在国内市场占据绝对主导地位，但其传统的国有企业架构和运营模式在全球化过程中面临一些挑战，制约了其在国际市场的进一步发展。1) **中烟体系限制海外策略的灵活性。**国际市场尤其是新型烟草制品领域（如加热不燃烧产品和电子烟）的竞争异常激烈，需要快速响应市场需求和法规变动，而中烟的集中化决策机制往往限制了其在海外市场的反应速度。同时烟草出海是依托各地分公司进行，因缺乏独立的决策权致使策略调整周期迟缓；2) **创新链条冗长：**中烟的创新链条相对较

长，且层级复杂，从研发到产品上市往往需要经过多个审批环节。这使得其难以在快速变化的新型烟草市场中保持竞争力。

图18：中国烟草审批流程图



资料来源：中国政府网，民生证券研究院

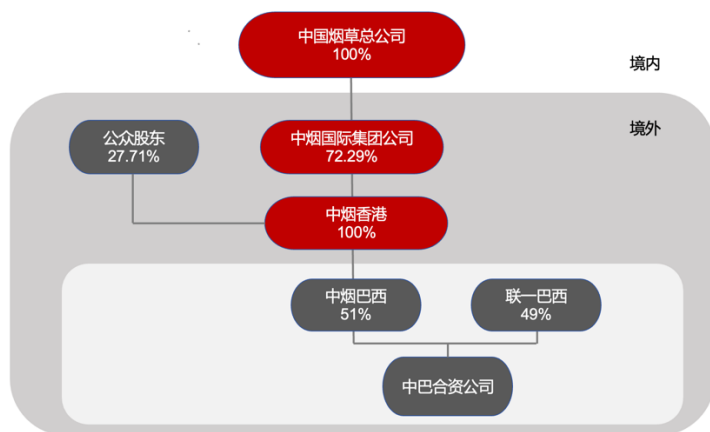
中烟国际集团是中烟香港母公司，整合了中国烟草的国际业务，将之前分散在各个省级中烟公司和进出口公司的业务集中管理。目的是：构建统一国际化平台、优化全球资本运作效率、全球品牌推广集中化。其中中烟香港作为中烟国际最重要的子公司，也是中烟体系内唯一上市平台，公司于2004年2月注册，2019年6月在中国香港上市；中烟国际持有中烟香港72%股权，剩余为公众持股。公司主要开展烟叶及烟草产品进出口/卷烟出口/新型烟草出口等，根据2023年公司年报数据，卷烟出口收入为10.95亿元，同增876%（主因公共卫生事件后海外消费恢复，且公司持续优化产品组合），占总收入比重为10%；不过公司卷烟出口依然以免税业务为主。

图19：中烟香港发展历史



资料来源：中烟香港官网，民生证券研究院

图20：中烟香港股权结构截止 2024 年 6 月 30 日



资料来源：wind，民生证券研究院

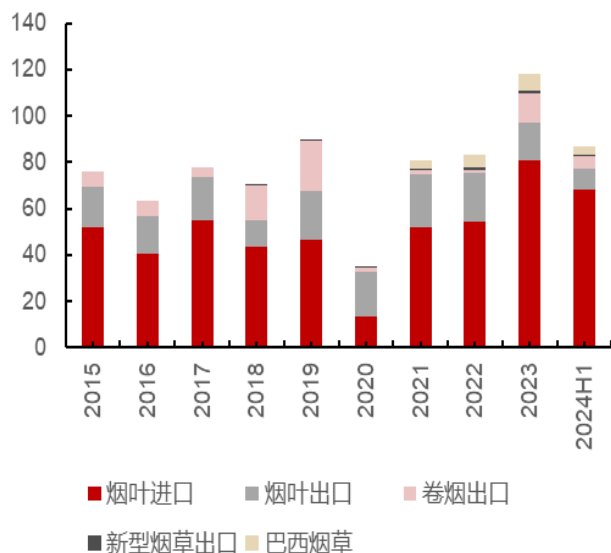
中烟香港自 2019 年在中国香港上市，2019-2023 年收入 CAGR 7.16%，利润 CAGR 为 17.1%；收入增长主要靠中烟订单支撑，公司最大客户是中国烟草，2023 年占收入比重超过 90%是公司核心收入的压舱石；2020 年公司收入同比下滑 60%，主因公共卫生事件致供应链中断，供应链出现中断，烟叶出口同降 71%；卷烟出口亦受到公共卫生事件影响，同降超过 90%；后续随着疫情逐步好转，公司收入进入成长区间；同时中烟亦逐步把海外资产注入上市公司，根据 2023 年公司年报数据，巴西业务实现收入约 7 亿元，同比增长 41%；中烟香港是基于成本加成，如在烟叶进口业务中，通常采购价格加价约 6%再进行转售，确保 5% 以上的毛利率。

表3: 中烟香港关联交易情况

关联交易方	2023年 (千港元)	2022年 (千港元)
向中国烟草国际有限公司销售烟草类产品	8079030	5424708
向Pyxus销售烟草类产品	965526	1093035
向中国烟草总公司集团的联营公司销售新型烟草制品	10814	15669
来自同系附属公司的佣金收入	536	505
向同系附属公司采购烟草类产品	1856194	2206575
向同系附属公司采购卷烟	1108060	131593
向同系附属公司采购新型烟草制品	124264	106960
向Pyxus采购烟草类产品及服务	2655364	1666844
与中国烟草关联交易比例	94.44%	94.74%

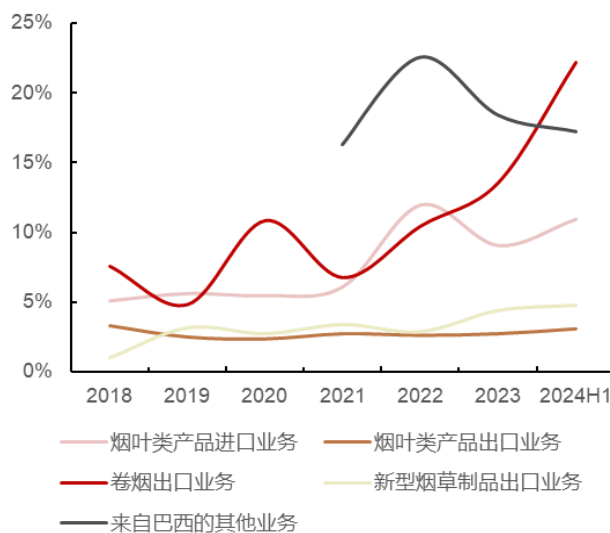
资料来源: 中烟香港公司公告, 民生证券研究院

图21: 中烟香港收入结构柱形图 (亿港元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 中烟香港各业务线毛利率

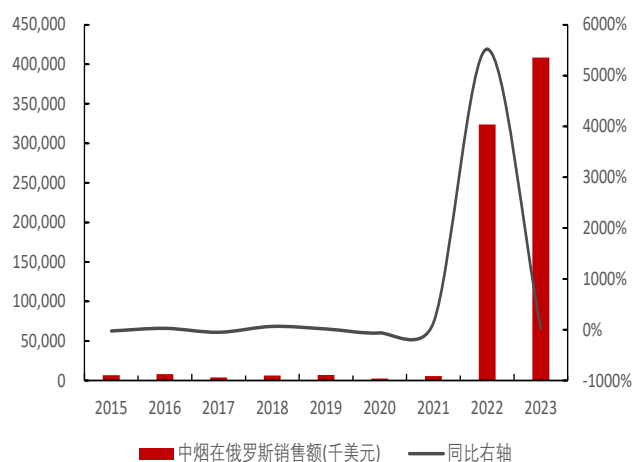


资料来源: wind, 民生证券研究院

新型烟草迭代&地缘政治驱动, 中烟进军有税业务成为可能。一方面: 新型烟草产品推出。全球烟草市场正在向加热不燃烧卷烟等新型烟草制品转型, 尤其是在发达市场 (如日本、韩国、欧洲等)。中国烟草可以通过加快新型烟草制品的研发和推广, 进入这一高速增长的市场。目前各地中烟推出各自 HNB 产品: 如四川中烟推出功夫系列, 湖北中烟推出黄鹤楼系列, 广东中烟推出双喜系列等; 虽然产品

相比 IQOS 等头部品牌存在一些劣势；不过通过更具竞争力的低价策略，**另一方面：地缘政治助力烟草出海。**伴随全球格局重塑，通过“一带一路”沿线国家的经济合作和投资，特别是在东南亚、中亚、中东和非洲等新兴市场，中烟可以更容易进入这些地区，扩展其烟草市场。且部分国际烟草公司由于所在国家实施的国际制裁或贸易限制，无法顺利进入某些市场。例如，欧美公司在一些受制裁国家或高风险市场的运营受限，而中烟可以利用这些机会进入这些国家，填补市场空白，增加其市场份额。在“一带一路”国家中，如受益于菲莫国际逐步退出在俄罗斯布局，包括 1) 暂停了所有当地新增投资，2) 考虑将其在当地资产进行转移或出售，3) 取消当地推广计划，包括加热不燃烧设备 IQOS ILUMA。同样受益于全球格局重塑，给予中国烟草更多海外拓展机会。

图23：中烟在俄销售额



资料来源：wind，民生证券研究院

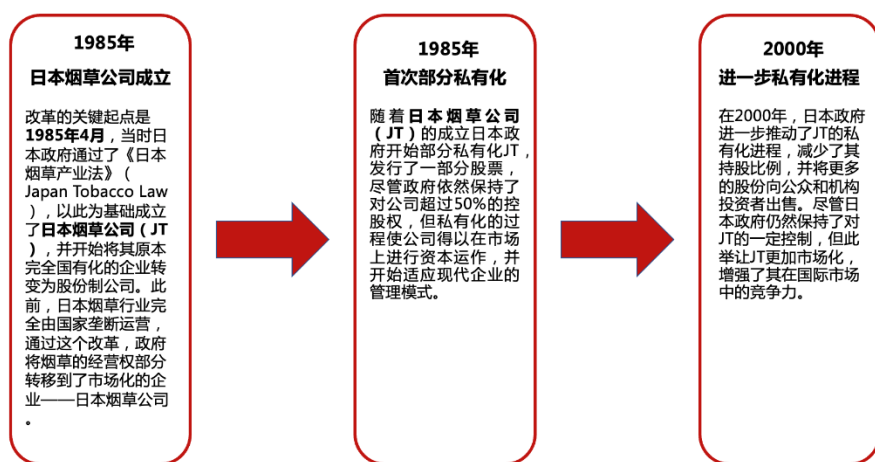
总结：税收是中烟考核的核心 KPI，在消费新形势下，我们看到过往通过产品结构升级带来税利增长的模式难以为继，中烟出海也从可选转为必选，中烟香港在中烟体系重要性大幅提升；2023 年中烟香港收入/利润分别为 118/6 亿元，截至 2024 年 10 月 16 日，中烟香港市值仅有 121 亿元，相比全球性烟草巨头存在较大差距，目前中烟香港利润更多来自中烟的业务划拨，包括烟叶进出口和卷烟免税的出口，考虑到中烟香港市值做大符合中烟的利益，短期关注更多业务划拨；中长期看，中烟出海是否成功关键看免税市场，一方面新型烟草占比提升，用户对于市场品牌黏性较弱，给了新“玩家”破局机会；另一方面在全球格局重塑和“一带一路”背景下，均为中烟出海创造良机。

3 复盘日烟往事，探讨中烟有税市场机遇

日本烟草 80 年代前类似中国的烟草治理，增长放缓烟草市场进行改革。80 年代前的日本烟草市场类似现在的中国，由日本烟草专卖公司对烟草的供销实现垄断式销售，通过高关税限制烟草进口，少量进口外烟也是由专卖公司代理销售。不过 1980 年后，我们看到：一方面：日本烟草消费接近饱和；另一方面：随着国际化的推进和贸易谈判的压力，日本受到了来自其他国家和国际组织的要求，尤其是美国在促进全球贸易自由化的过程中，对日本施加了很大的压力，要求其放开烟草专卖以促进外国产品的进入。**市场倒逼，让日本烟草实现蜕变：**

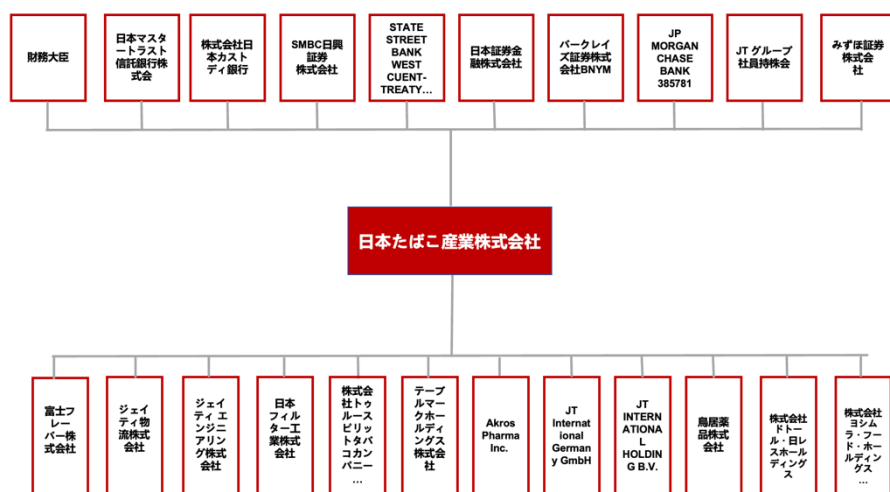
- **取消专卖，引入市场化竞争环境：**1985 年政府开放了烟草商业经营领域，允许外商和本国其他企业自由进入卷烟流通批发领域；
- **政府职责：从之前“运动员+裁判员”转为裁判员。**①烟草进口商和卷烟批发商必须满足规定的条件；②所有烟草制品（包括进口的）零售价必须报审核同意；③所有烟草零售商必须取得财政部的经营许可证方可经营。
- **对日烟进行民营化改革，政企分离：**1985 年对日烟公司实行了民营化改革。从产权制度上将日烟公司由特殊法人企业改造成规范的股份制公司，具体变化上：1) **重塑日烟企业制度**，从特殊公法人转变成了市场经济中的规范的股份制公司，建立了科学的法人治理结构；2) **改变了政府对日烟公司的管理方式**。政企职责分开，对日烟公司的管理从过去行政性直接管理转变到了控股权的管理；3) **扩大了公司经营自主权**。改变了过去公司的经营预算和资产投资计划需经国会审议和批准的规定，取消了对公司进入其他经营领域的种种限制，使公司获得了较大的投资决策权；4) **调整激励机制**。以前是由政府官员来确定如何激励与约束，现在是由股东根据公司的市场价值变化来决定。

图24：日本烟草公司制改革历程图



资料来源：汪世贵.《日本烟草改革与发展模式及其经验研究》，民生证券研究院

图25：日本烟草的股权架构



资料来源：wind，民生证券研究院

伴随日烟组织架构推进，基于资产并购挺进全球市场。品牌方面：如公司在1999年以78亿美元收购雷诺烟草非美国业务，获得了雷诺在欧洲和亚洲的多个知名品牌，包括 Camel、Winston 和 Salem；2007年以147亿美元收购英国烟草公司加拉赫集团，获取 Benson & Hedges、Silk Cut、LD 等知名品牌并大幅提升在欧洲市场份额；公司在埃及、俄罗斯、印尼等地拓展是通过并购当地卷烟品牌来实现；**产能方面：**2012年日烟收购比利时的 Gryson 公司，提升在区域供应链和生产优化；**新型烟草方面：**2015年收购 Logic Technology，帮助 JT 进一步进入欧美新型烟草制品市场，增强了其在新型烟草领域的技术研发和市场推广能力。**日本烟草并购时间点通常在经济下行周期，烟草企业存在财务和转型的背景下，雷诺烟草当**

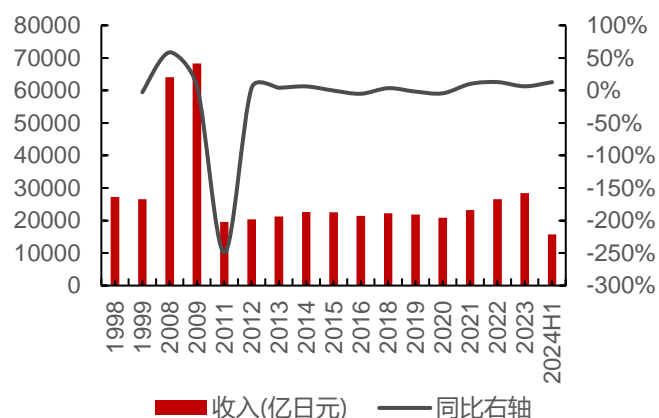
时出售给日烟，主因 1) 前期较为基金的并购带来较高的财务压力，且当时全球经济不景气；2) 专注美国市场的转型需求；对于日烟而言，背靠日本政府拥有充足政府隐性支持和国内市场的稳定现金流保障。

表4：日本烟草收购历史

时间	被收购方	金额
1999年	雷诺烟草非美国业务	78亿美元
2007年	英国烟草公司加拉赫集团	148亿美元
2009年	两家巴西烟叶公司	
2009年	英国烟叶公司Tribac	
2012年	比利时Gryson公司	5.97亿美元
2013年	和菲莫公司共同收购俄罗斯大都会公司，双方各持20%的股份	7.5亿美元
2013年	埃及纳哈拉烟草公司	
2015年	伊朗Arian烟草公司	
2015年	美国电子烟制造商Logic	
2016年	雷诺美国Natural American Spirits品牌的非美国业务	50亿美元
2016年	埃塞俄比亚国家烟草公司40%的股份	
2017年	印度尼西亚的Kretek生产商Karyadibya Mahardhika和Surya Mustika Nusantara	6.77亿美元
2017年	菲律宾的Mighty Corporation	9.36亿美元
2017年	印尼丁香烟生产商KDM和其经销网络SMN	6.6亿美元
2018年	俄罗斯Donskoy Tabak	15亿美元
2018年	孟加拉国烟草公司Akij Group	16亿美元

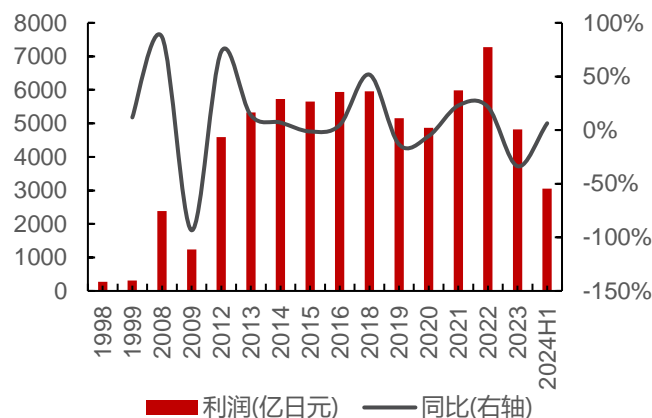
资料来源：烟草市场，烟草在线，民生证券研究院（注：无金额项为未披露数据）

图26: 日本烟草公司收入



资料来源: Japan Tobacco, 烟草市场, 民生证券研究院

图27: 日本烟草公司利润



资料来源: Japan Tobacco, 烟草市场, 民生证券研究院

不止是并购, 营销/供应链/创新矩阵, 成就全球范围的第四大烟草公司。公司通过并购切入新兴市场, 同时公司**对于并购品牌进行重塑**, 如 Mevius (七星) 此前是日本头部品牌, 公司在 2013 年对其进行了全球品牌重塑, 将其品牌名称改为“Mevius”, 以便更好地吸引国际市场的消费者。Mevius 通过 JT 的全球渠道扩展, 逐渐成为全球卷烟市场的高端品牌之一。**同时构建覆盖全球供应链:** JT 在欧洲、中东、非洲和亚洲地区, JT 都建立了本地化生产基地;**借助自有和本地分销网络, 实现消费者触达:** JT 建立了自己的分销网络。除了日本市场外, JT 的国际分销子公司——Japan Tobacco International (JTI), 负责全球范围内的产品分销和运营, 公司有 38 个烟草制造厂, 其中日本国内 5 个、国外 33 个。公司产品在 130 多个国家和地区销售。

总结：日烟在 1985 年前类似中烟是封闭的非市场化企业；当时因为销售见顶叠加美国政府施压，倒逼日本取消专卖制度并对日烟进行民营化改革；在市场化运作叠加日本政府财务支持下，公司与 90 年代开启全球市场烟草并购，同时对于自身营销、供应链和管理持续完善，截至 2023 年日本烟草收入/净利润为 1427/242 亿元，是全球第四大烟草集团。以此借鉴，后续重点关注中烟组织架构调整节奏，且在新产品&新格局背景下，中烟香港或加大海外资产（产能/渠道）的并购，借此切入海外市场。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

烟叶进口业务: 2024H1 该业务收入为 68.02 亿港元, 同比增长 5%, 中烟香港从世界各地采购烟叶并销售给中烟, 且整体业务由中烟划拨配额, 叠加国内下游需求稳定增长, 因此我们预计 2024-2026 年预计营业收入达到 84.83/89.07/93.52 亿港元, 同比增长 5%/5%/5%。毛利率方面, 整体加价率由中烟确定, 为了配合中烟香港做大市值的愿景, 我们预计 2024-2026 年持续稳定增长至 10.2%/10.3%/10.3%。

卷烟出口业务: 2024H1 该业务收入为 5.47 亿港元, 同比增长 128%, 主要经营策略为提升自营比例, 带动收入高速增长。因此, 我们预计, 2024-2026 年卷烟出口业务营业收入为 17.04/22.16/28.80 亿港元, 同增 41%/20%/20%。毛利率方面, 随着自营比例提升整体毛利率稳步上行, 预计 2024-2026 年保持稳定为 16.2%/16.2%/16.2%。

烟叶出口业务: 2024H1 该业务收入为 9.18 亿港元, 同比增长 23%, 中烟香港将中国多个烟叶原产地产品出口至东南亚/中国台湾地区, 属于出口中间商市场化协商价。因此, 我们预计, 2024-2026 年烟叶出口业务营业收入为 19.83/22.80/23.94 亿港元, 同增 20%/15%/5%。毛利率方面, 烟叶市场化毛利率较为稳定, 预计 2024-2026 年稳定在 3%。

新型烟草出口业务: 2024H1 该业务收入为 0.44 亿港元, 同比增长 28%, 中烟香港独家经营向全球海外市场出口中国新型烟草制品的业务, 随着新型烟草渗透率在全球不断提升, 叠加全球监管政策的趋严, 合法产品快速替代非法产品促进整体收入在未来 2 年进入快速增长区间, 根据公司 24 年半年报中内容, 下半年首先要提升品牌知名度, 深化产销两端合作, 推动技术创新, 加快新兴市场的拓展, 优化合作模式, 且公司该业务基数较低, 因此我们预计, 2024-2026 年新型烟草出口业务营业收入为 2.60/3.38/4.39 亿港元, 同增 100%/30%/30%。毛利率方面, 海外头部公司重点布局新型烟草业务, 竞争较为激烈的情况下, 同时考虑规模效应, 预计 2024-2026 年稳定在 4.4%。

巴西经营业务: 2024H1 该业务收入为 3.93 亿港元, 同比增长 43%, 公司在 2021 年并购中烟巴西, 该子公司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烟叶出口业务, 未来公司加大海外业务, 巴西公司作为重要跳板预计收入将保持高增, 我们预计, 2024-2026 年巴西经营业务营业收入为 11.49/14.94/19.43 亿港元, 同增 50%/30%/30%。毛利率方面, 巴西业务定位在向中国以外地区售卖烟叶, 而烟叶业务在全球采取成本加成定价, 毛利率较为稳定, 因此我们预计 2024-2026 年毛利率与前值保持稳定在 18.50%。

我们预计 2024-2026 年营业收入为 135.79/152.35/170.09 亿港元, 同比

增长 15%/12%/12%，毛利率分别为 10.34%/10.71%/11.03%。

表5：中烟香港分业务收入预测（百万港元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	8324.21	11836.22	13579.31	15234.96	17008.66
	YoY	3%	42%	15%	12%	12%
	毛利率	10.14%	9.19%	10.34%	10.71%	11.03%
烟叶进口	营收	5424.71	8079.03	8482.98	8907.13	9352.49
	YoY	5%	49%	5%	5%	5%
	毛利率	12.0%	9.1%	10.2%	10.3%	10.3%
卷烟出口	营收	123.87	1208.73	1704.31	2215.60	2880.28
	YoY	-28%	876%	41%	20%	20%
	毛利率	10.5%	13.6%	16.2%	16.2%	16.2%
烟叶出口	营收	2122.31	1652.20	1982.64	2280.04	2394.04
	YoY	-8%	-22%	20%	15%	5%
	毛利率	2.6%	2.7%	3.00%	3.00%	3.00%
新型烟草出口	营收	110.13	129.98	259.96	337.95	439.33
	YoY	8%	18%	100%	30%	30%
	毛利率	2.9%	4.4%	4.40%	4.40%	4.40%
巴西经营	营收	543.18	766.28	1149.42	1494.25	1942.52
	YoY	73%	41%	50%	30%	30%
	毛利率	22.6%	18.4%	18.50%	18.50%	18.50%

资料来源：wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司所属烟草行业，因此与对应菲莫国际以及日本烟草进行对比，菲莫国际与日本烟草均为传统烟草公司同时向新型烟草公司发展的世界头部烟草公司，取平均值后可比公司 24-26 年 PE 为 18/18/17X，中烟香港当前估值与可比公司均值相比，具备估值优势。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价	EPS			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
PMI.S	菲莫国际	124.80	6.25	7.08	7.83	20	18	16
2914.T	日本烟草	4259.00	250.50	241	237	17	18	18
可比公司平均值						18	18	17
6055.HK	中烟香港	17.55	1.23	1.43	1.67	14	12	11

资料来源：wind, 民生证券研究院；菲莫国际单位为美元，中烟香港为元，日本烟草为日元；

注：未覆盖公司数据采用 wind 一致预期，中烟香港/日本烟草股价时间为 2024 年 10 月 16 日，菲莫国际股价时间为 2024 年 10 月 15 日；

4.3 投资建议

中烟香港属于业绩下有底，上有想象空间的公司。从底部业绩上看，其作为中

烟海外业务的划拨(2023年90%来自关联交易),当前中烟香港收入仅百亿级别,2023年仅中烟进出口业务总和约200亿元规模,叠加地方中烟的海外资产,中烟香港作为中烟海外资产整合平台,在中烟规范化经营背景下或加速推进资产注入进程,母公司的扶持构成公司稳定的现金奶牛;从远期来看,伴随国内传统烟草红利渐进尾声,中烟香港承载中烟海外业务的重任,在全球新格局/新产品背景下,中烟香港或通过并购产能/渠道/品牌等资产,加速切入海外市场。在不考虑外延并购背景下,2024-2026年利润分别为8.50/9.90/11.52亿港元,对应估值仅为14/12/11X,相比国内外烟草产业链公司,中烟香港业绩/估值均有较大提升空间,首次覆盖,给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 海外并购不及预期的风险。海外市场充满不确定性，未来中烟国际在海外并购资产可能面临反垄断、地方政府保护等不可抗因素干扰。

2) 行业竞争加剧的风险。海外头部公司目前在传统烟草、新型烟草产品持续布局，中烟国际海外发展之路会面对已经在海外深耕多年的传统头部海外公司的竞争。

3) 汇率波动的风险。公司主要业务在海外，结算金额使用美元以及当地币种进行结算，可能会受到汇率波动的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	6,214	7,292	8,600	9,839
现金及现金等价物	571	1,144	1,926	2,608
应收账款及票据	516	604	677	756
存货	2,974	3,376	3,779	4,204
其他	2,153	2,169	2,218	2,271
非流动资产合计	527	415	376	342
固定资产	34	36	37	38
商誉及无形资产	353	307	267	233
其他	139	72	72	72
资产合计	6,740	7,707	8,975	10,182
流动负债合计	3,998	4,177	4,380	4,595
短期借贷	2,480	2,480	2,480	2,480
应付账款及票据	1,233	1,384	1,549	1,723
其他	285	312	350	391
非流动负债合计	47	50	50	50
长期借贷	0	0	0	0
其他	47	50	50	50
负债合计	4,045	4,227	4,430	4,645
普通股股本	1,404	1,404	1,404	1,404
储备	1,090	1,736	2,641	3,444
归属母公司股东权益	2,494	3,140	4,044	4,848
少数股东权益	202	340	501	689
股东权益合计	2,695	3,480	4,546	5,537
负债和股东权益合计	6,740	7,707	8,975	10,182

现金流量表 (百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	518	856	1,016	1,180
净利润	599	850	990	1,152
少数股东权益	94	138	161	188
折旧摊销	51	50	44	39
营运资金变动及其他	-226	-182	-179	-198
投资活动现金流	-1,699	65	-5	-5
资本支出	-16	-5	-5	-5
其他投资	-1,683	70	0	0
筹资活动现金流	-27	-365	-248	-510
借款增加	345	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-138	-221	-104	-366
其他	-234	-144	-144	-144
现金净增加额	-1,214	573	782	683

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11,836	13,579	15,235	17,009
其他收入	0	0	0	0
营业成本	10,748	12,154	13,603	15,133
营业开支	153	158	160	170
财务费用	56	41	43	44
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-21	0	0	0
除税前利润	859	1,226	1,429	1,662
所得税	167	238	277	322
净利润	692	988	1,151	1,339
少数股东损益	94	138	161	188
归属母公司净利润	599	850	990	1,152
EBIT	915	1,267	1,472	1,706
EBITDA	966	1,317	1,515	1,744
EPS (元)	0.87	1.23	1.43	1.67

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	42.19	14.73	12.19	11.64
归属母公司净利润	59.71	41.97	16.49	16.33
盈利能力(%)				
毛利率	9.19	10.49	10.71	11.03
净利率	5.06	6.26	6.50	6.77
ROE	24.01	27.07	24.48	23.76
ROIC	14.24	17.14	16.88	17.15
偿债能力				
资产负债率(%)	60.01	54.84	49.36	45.62
净负债比率(%)	70.85	38.40	12.21	-2.31
流动比率	1.55	1.75	1.96	2.14
速动比率	0.37	0.52	0.70	0.84
营运能力				
总资产周转率	1.81	1.88	1.83	1.78
应收账款周转率	12.48	24.26	23.79	23.74
应付账款周转率	7.05	9.29	9.27	9.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.87	1.23	1.43	1.67
每股经营现金流	0.75	1.24	1.47	1.71
每股净资产	3.61	4.54	5.85	7.01
估值比率				
P/E	20	14	12	11
P/B	4.9	3.9	3.0	2.5
EV/EBITDA	14.78	10.84	9.42	8.18

插图目录

图 1: 不同国家 2023 年烟草占财政税收比重.....	3
图 2: 日本 HNB 渗透率.....	4
图 3: 日本烟草税收 (单位: 万亿日元)	4
图 4: 中国烟草监管体系.....	6
图 5: 雾芯科技收入 2022-2023 年大幅承压.....	6
图 6: 雾芯科技归母净利润 2022-2023 年大幅承压.....	6
图 7: 美国烟草监管体系.....	7
图 8: 中烟进口金额.....	10
图 9: 中烟出口金额.....	10
图 10: 进口/出口烟叶主要为高端/低端品种, 价格存在差异.....	10
图 11: 中烟香港和全球四大烟草公司市值对比.....	12
图 12: 国内烟草产量.....	13
图 13: 国内烟草利税.....	13
图 14: 单包烟草对烟草税利贡献.....	13
图 15: 消费信心指数.....	13
图 16: 非中国市场 2023 年烟草市占率.....	14
图 17: 中国烟草出口金额.....	14
图 18: 中国烟草审批流程图.....	15
图 19: 中烟香港发展历史.....	16
图 20: 中烟香港股权结构截止 2024 年 6 月 30 日.....	16
图 21: 中烟香港收入结构柱形图 (亿港元)	17
图 22: 中烟香港各业务线毛利率.....	17
图 23: 中烟在俄销售额.....	18
图 24: 日本烟草公司制改革历程图.....	20
图 25: 日本烟草的股权架构.....	20
图 26: 日本烟草公司收入.....	22
图 27: 日本烟草公司利润.....	22

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 各国监管政策.....	5
表 2: 中国烟草对内监管收紧.....	9
表 3: 中烟香港关联交易情况.....	17
表 4: 日本烟草收购历史.....	21
表 5: 中烟香港分业务收入预测 (百万港元)	25
表 6: 可比公司 PE 数据对比.....	25
公司财务报表数据预测汇总.....	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026