

成长三部曲，基本盘+弹性点+并购整合共振

核心观点

中烟香港是中烟系唯一以烟草主业上市实体，亦是中烟国际集团负责国际业务拓展和境外资本市场运作的上市平台。我们认为公司兼具稳健的烟叶基本盘、卷烟出口业绩向上的弹性点以及极具想象的并购整合空间，1) 基本盘：公司根据国家烟草专卖局下发的 60 号文在特定区域内独家经营烟叶进口等业务，具备强稳健性；2) 业绩弹性：卷烟出口通过新渠道、新产品提高自营占比以提升利润率（23 年自营占比约为低双位数），公司亦积极拓展其他经营地区和有税市场，具备业绩弹性；3) 并购整合：中国烟草坚定高质量发展战略，重视国际化运作，中烟香港作为中烟国际集团境外资本市场运作平台，积极整合中烟体系内外优质境外资产是大势所趋，外延拓展值得期待。

内容摘要

1、公司是中烟系旗下唯一烟草主业上市实体，亦是中烟国际集团负责国际业务拓展和境外资本市场运作的上市平台，19-23 年收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.2%、17.1%，业绩稳健增长。依据中国烟草总公司 60 号文，公司在 2018 年 6 月完成业务重组后，2019 年 6 月在香港上市，公司实际控制人为中国烟草总公司（通过中烟国际集团持股 72.3%）。在 2021 年完成对中烟巴西的收购后，公司主要业务分为烟叶进口、卷烟出口、巴西经营、烟叶出口、新型烟草制品出口五个板块，2023 年各业务板块收入占比分别为 68.3%、10.2%、6.5%、14.0%、1.1%，毛利占比分别为 67.3%、15.1%、13.0%、4.1%、0.5%。2023 年公司收入 118.34 亿港元/+42.2%、归母净利润 5.99 亿港元/+59.7%，19-23 年收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.2%、17.1%。2024 年上半年公司实现收入 87.04 亿港元/+12.4%、归母净利润 6.43 亿港元/+40.8%，2024 年公司业绩预告显示全年归母净利润同比增速不低于 30%。

2、基本盘：烟叶进出口业务稳健，业务范围拓展、盈利能力提升。

1) 烟叶进口（23 年收入 80.8 亿港元，毛利率 9.1%，毛利额占比 67.3%）：公司独家经营自全球（除受制裁国家及地区外）进口烟叶类产品至中国内地，2023 年公司占全国烟叶进口量的 64.3%。受益于我国卷烟高端化趋势，对进口高端烟叶需求稳健增长（19-23 年 CAGR 为 9%），烟叶进口业务量价齐升，通过收购中烟巴西，公司向产业链上游延伸，毛利率突破 6%。2) 烟叶出口（23 年收入 16.5 亿港元，毛利率 2.7%，毛利额占比 4.1%）：公司独家经营国产烟叶向东南亚及中国港澳台地区出口，近年来进一步拓展向非独家经营地区出口，并优化定价策略提高盈利能力，2023 年公司烟叶出口收入占全国出口总额的 44.9%。

中烟香港 (6055. HK)

首次评级

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2024 年 12 月 18 日

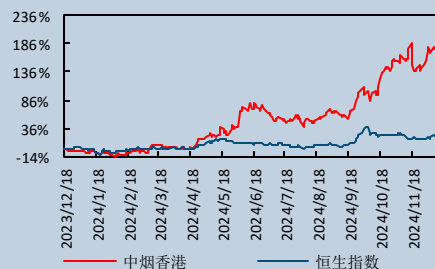
当前股价：24.90 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.20/4.86	48.62/39.95	134.43/118.27
12 月最高/最低价 (港元)		28.25/8.85
总股本 (万股)		69,168.00
流通 H 股 (万股)		69,168.00
总市值 (亿港元)		171.88
流通市值 (亿港元)		171.88
近 3 月日均成交量 (万)		398.67
主要股东		
中烟国际集团有限公司		72.29%

股价表现



3、业绩弹性点：卷烟出口通过新渠道、新产品提高自营占比（23 年约为低双位数占比）以提升利润率，除独家经营地区两国三地外，公司积极拓展其他经营地区和有税市场，未来提升空间大、具备业绩弹性。

卷烟出口（23 年收入 12.1 亿港元，毛利率 13.6%，毛利额占比 15.1%）：公司向独家经营区域（两国三地，即新加坡、泰国、中国香港、中国澳门及中国大陆境内关外地区）及新增特定区域销售中国烟草旗下卷烟及雪茄烟，以免税市场为主，23 年占中国卷烟出口量的份额约为 16.7%。从需求端看，免税卷烟消费者主要是出境中国游客，当前客流量距离疫情前水平尚有修复空间，免税携带入境政策也较为严格。从定价和盈利角度看，卷烟出口自营业务毛利率或在 40%-50%甚至以上，通过分销商渠道的毛利率则较低，公司采用新老划断的方式划分业务模式，后续随着产品结构优化、自营占比提升（23 年约为低双位数占比），毛利率有望持续向上（我们测算若自营模式占比提升至 40%，则卷烟出口毛利率或可提升至 30%以上）。

4、并购整合：中国烟草坚定高质量发展战略，重视国际化运作，中烟香港立志打造具有国际竞争力的一流烟草企业，定位中烟国际集团境外资本市场运作及国际业务拓展平台，外延拓展弹性可期。中国烟草坚定高质量发展战略，重视国际化运作，助力中国烟草提升国际影响力预计将是中烟香港的战略使命。

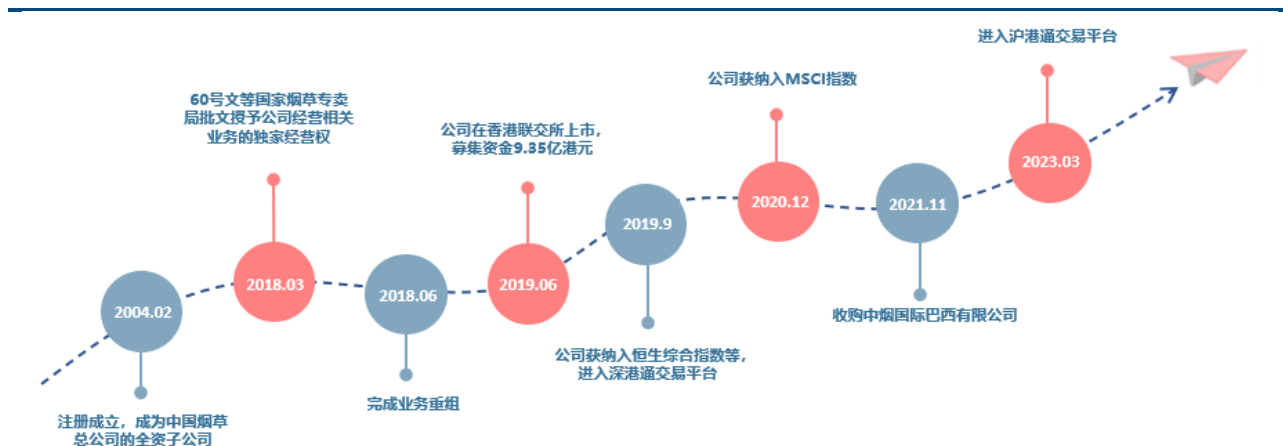
公司将积极推进整合包括中国烟草体系内的优质境外资产，以及拓展一切与中烟香港发展战略契合的体系外优质标的。**1）中烟国际集团旗下境外资产：**我们预计中烟国际集团旗下境外资产的整合顺序或较为优先，主要包括与国际烟草公司开展合作的中烟菲莫国际、中烟英美国际等，作为烟叶进口供应商的中烟阿根廷、中烟北美等；**2）中烟体系内其他公司境外资产：**中烟各省级单位旗下亦有众多境外子公司，分布在原料、生产加工、销售渠道等产业链各环节，如老挝寮中红塔好运烟草有限公司、威尼顿集团有限公司、中烟国际欧洲有限公司等境外资产；**3）其他烟草相关标的：**部分国际烟草公司受地缘政治、贸易限制等原因退出特定市场，或为中国烟草的境外扩张提供有利契机。

盈利预测：我们预计中烟香港 2024-2026 年营业收入分别为 133.1、148.1、164.4 亿港元，同比分别增长 12.5%、11.2%、11.0%，归母净利润分别为 7.79、9.00、10.37 亿港元，同比分别增长 30.0%、15.7%、15.2%（注：以上盈利预测未考虑外延并购），对应当前市值 172 亿港元（2024 年 12 月 17 日收盘）的 PE 分别为 22.1x、19.1x、16.6x。

概况：中烟香港，中烟系旗下唯一烟草主业上市公司，负责国际拓展

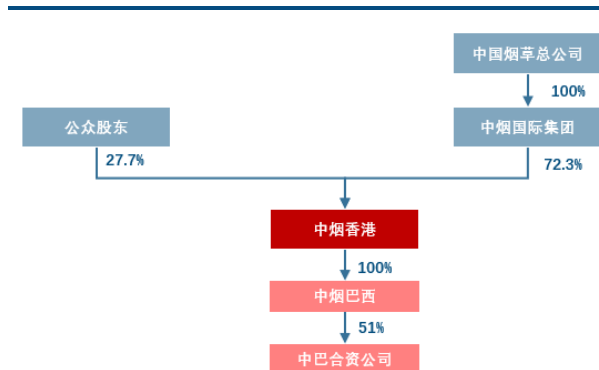
2018 年依据 60 号文进行业务重组，中烟香港成为中烟系旗下唯一以烟草主业上市实体，亦是中烟国际集团指定的资本市场运作及国际业务拓展平台。中烟香港公司注册于 2004 年，在 2018 年重组前并未从事实质性业务，2018 年 3 月 22 日中国烟草总公司印发 60 号文（《中国烟草总公司关于中烟国际（香港）有限公司运营的通知》（中烟办[2018]60 号）），指定中烟香港为中国烟草行业的国际业务拓展平台及相关业务的独家营运实体（将部分业务划拨给公司经营）。2018 年 6 月完成业务重组后，2019 年 6 月公司在香港上市，成为中国烟草总公司旗下唯一以烟草主业上市的实体，是中烟国际集团指定的资本市场运作及国际业务拓展平台，中国烟草总公司通过其全资子公司中烟国际集团持有公司已发行股份的 72.3%，为公司实际控制人。2021 年 11 月公司成功收购中烟巴西，迈出中国烟草跨境并购第一步。

图表1：中烟香港公司发展历史



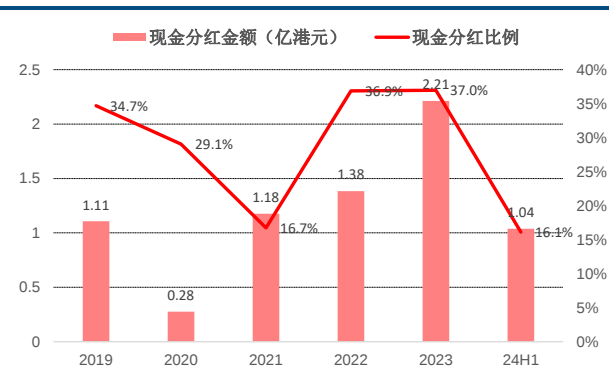
资料来源：招股说明书、公司公告，中信建投

图表2：中烟香港公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

图表3：中烟香港现金分红金额及分红比例



资料来源：公司公告，中信建投

公司现主营五大业务，2019-2023 年收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.2%、17.1%，业绩稳健快速增长。中烟香港的主要业务分为烟叶进口、卷烟出口、巴西经营、烟叶出口、新型烟草制品出口五个板块，其中烟叶进口业务贡献公司主要的收入及毛利，而卷烟出口业务贡献公司主要的毛利增量。2023 年公司实现收入 118.34 亿港元/+42.2%、归母净利润 5.99 亿港元/+59.7%，2019-2023 年收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.2%、17.1%，

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

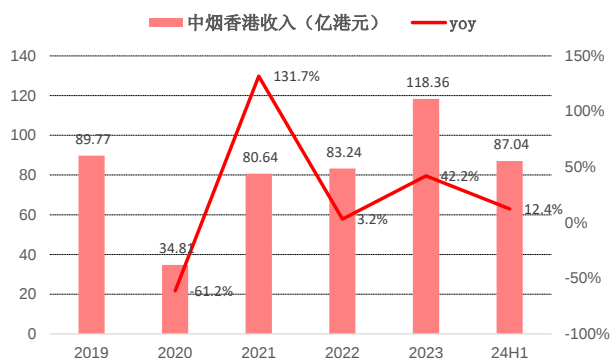
2024 年上半年公司实现收入 87.04 亿港元/+12.4%、归母净利润 6.43 亿港元/+40.8%，公司毛利率 11.1%/+1.5pct、净利率 7.8%/+1.2 pct。2024 年 12 月 16 日公司发布正面盈利预告，预计全年归母净利润同比增速不低于 30%。

表 1:中烟香港五大主营业务简介

	业务内容	经营地区范围	定价方式
烟叶进口	自全球原产国或地区（受制裁国家及地区外）进口烟叶类产品至中国内地	全球独家经营（除受制裁国家及地区外）	销售价确定方式为在采购价的基础上加价 6%（少部分为 3%）
卷烟出口	向全球市场（中国内地除外）以及中国内地境内关外地区免税店直接销售或通过分销商销售中国烟草旗下卷烟及雪茄烟	新加坡、泰国、中国香港、中国澳门及中国大陆境内关外地区（不含大陆的市内免税店）为独家经营区域，及境外其他非独家经营区域	1）采购价格：有价格下限规定，2）销售价格：自营业务的销售价格采用与客户公平协商方式确定，而增量业务的销售价格为在采购价基础上加价 1%-2%、2%-5%、5%以上的适当比例
巴西经营业务	向中国内地以外地区出口巴西产出的烟叶类产品	全球（除中国内地以外），中烟巴西产出的烟叶出口至中国内地部分计入烟叶进口板块	/
烟叶出口	从中国烟草采购烟叶类产品，向东南亚、中国港澳台、欧洲等地出口	东南亚、中国港澳台地区独家经营，新增欧洲等非独家经营区域	采购价确定方式为基于销售价扣除固定扣点比例，扣点比例自 2024 年 1 月 1 日起变更为不少于 1%、不少于 2%、不少于 4%等多个档位（依据烟叶品质，原为 1%-4%）
新型烟草制品	向全球市场（中国内地除外）出口新型烟草制品（主要为加热不燃烧烟草）	全球（除中国内地以外）	采购价确定方式为基于销售价扣除固定扣点比例，扣点比例不少于 1%

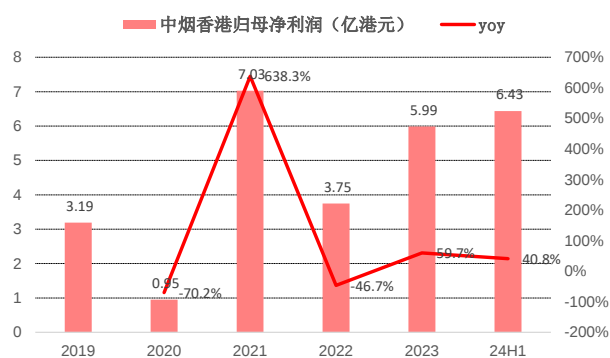
资料来源：公司公告，中信建投证券

图表4： 中烟香港收入及增速



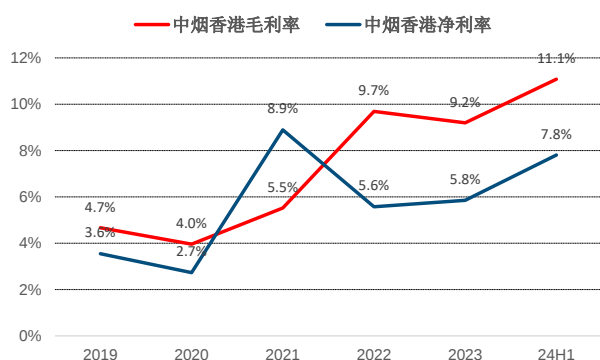
资料来源：公司公告，中信建投

图表5： 中烟香港归母净利润及增速



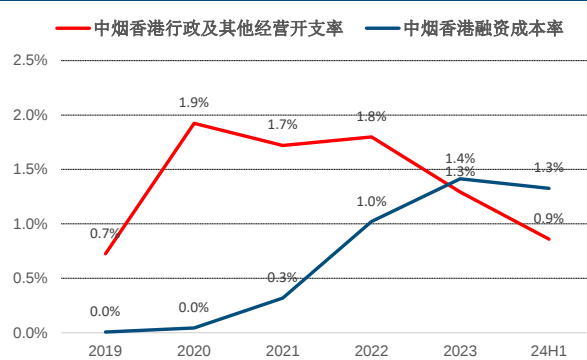
资料来源：公司公告，中信建投

图表6：中烟香港毛利率及净利率



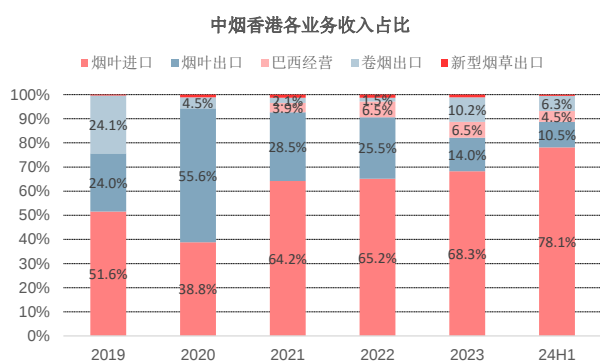
资料来源：公司公告，中信建投

图表7：中烟香港期间费用率



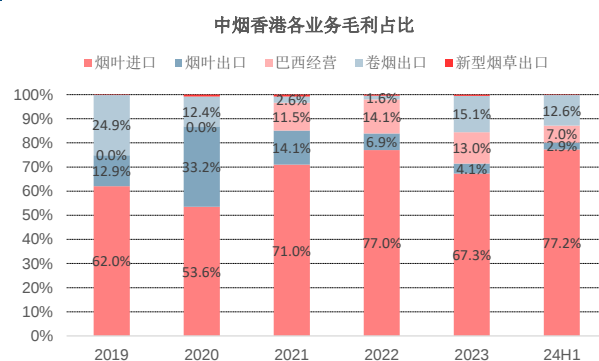
资料来源：公司公告，中信建投

图表8：中烟香港收入拆分，烟叶进口贡献主要收入



资料来源：公司公告，中信建投

图表9：中烟香港毛利拆分，烟叶进口贡献主要毛利



资料来源：公司公告，中信建投

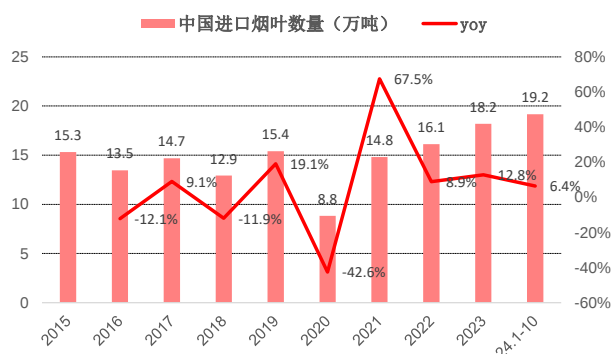
基本盘：烟叶进出口业务稳健，业务范围拓展、盈利能力提升

1) 烟叶类产品进口业务：量价受益于我国卷烟高端化趋势，中烟巴西并表打开进口业务毛利率天花板

中烟香港独家经营全球烟叶进口业务（除受制裁国家和地区），中烟巴西并表助力毛利率突破 6%。公司独家经营自全球原产国或地区（除受制裁国家及地区外）进口烟叶类产品至中国内地，销售的唯一客户为中烟国际（由于存在受制裁国家和地区，中烟香港约占国内烟叶类产品进口业务 50% 的份额），烟叶进口的销售价格确定方式为在供应商向公司出售烟叶产品的价格基础上加价 6%（少部分为 3%），即该业务理论毛利率为 5.66%。21 年 3 月在中烟巴西并表后，由于自巴西进口的部分烟叶向产业链更上游延伸，故毛利率突破 6%。

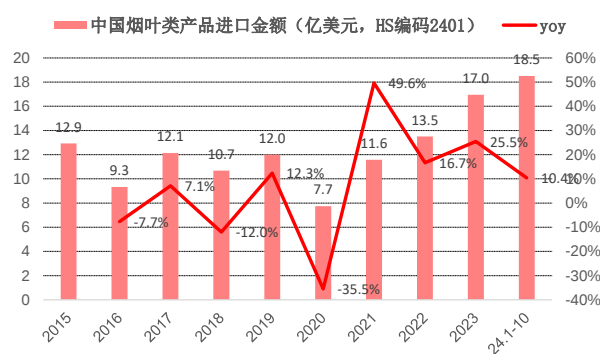
受益于我国卷烟高端化趋势，进口烟叶需求稳健增长（19-23 年 CAGR 为 9%），2023 年公司烟叶进口量约占我国烟叶进口的 64%。从需求端看，中国进口烟叶类产品主要为高端烟叶，通常与国产烟叶混合使用以提升口感，因此高端烟草制品消费量的增长促进了我国对于高端进口烟叶类产品的需求，19-23 年中国烟叶类产品进口金额 CAGR 为 9.0%、烟叶类产品进口量 CAGR 为 4.3%（对应 19-23 年中烟香港烟叶类产品进口业务收入 CAGR 为 14.9%）。从供给端看，烟叶为农产品，受到天气、航运、到港节奏等因素影响较大，公司深化产业链上下游合作，提升与中烟体系内公司协同水平，持续提高进口烟叶保障能力。由于存在部分受制裁国家和地区，2023 年中烟香港进口烟叶量占全国进口烟叶量的 64.3%。

图表10： 2023 年中国进口烟叶数量 18.2 万吨/+12.8%



资料来源：海关总署、Wind，中信建投

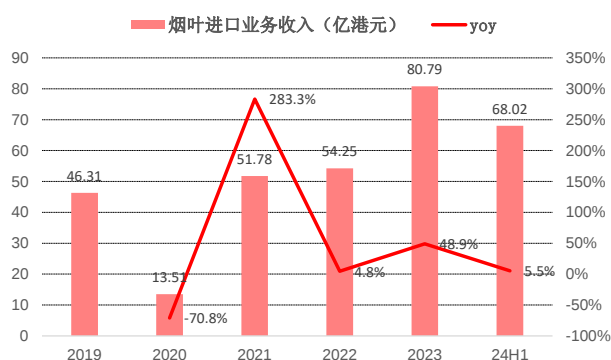
图表11： 2023 年中国进口烟叶金额 17.0 亿美元/+25.5%



资料来源：海关总署、Wind，中信建投

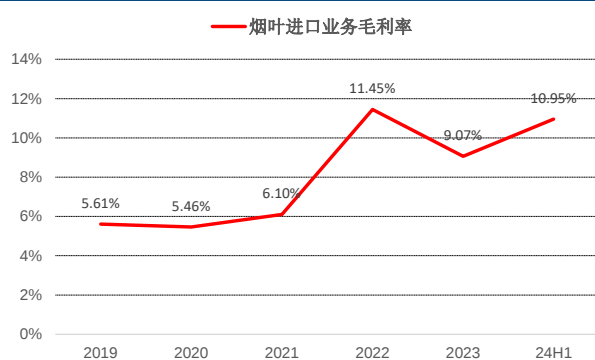
24H1 烟叶进口业务经营表现：2024 年上半年公司实现烟叶类产品进口业务收入 68.02 亿港元/+5.5%，收入占比 78.1%，毛利率为 10.95%/+1.47pct（主要系烟叶季节性影响，部分毛利率较高的巴西烟叶类产品占比提升），毛利占比 77.2%。量价拆分看，24H1 进口数量为 9.6 万吨/+1.4%，销售吨均价为 7.12 万港元/+4.1%。

图表12：中烟香港烟叶进口业务收入及增速



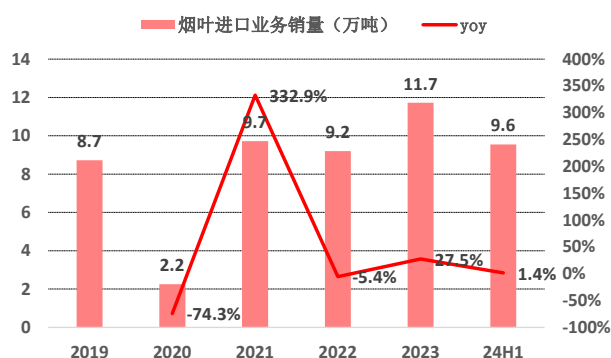
资料来源：公司公告，中信建投

图表13：中烟香港烟叶进口业务毛利率



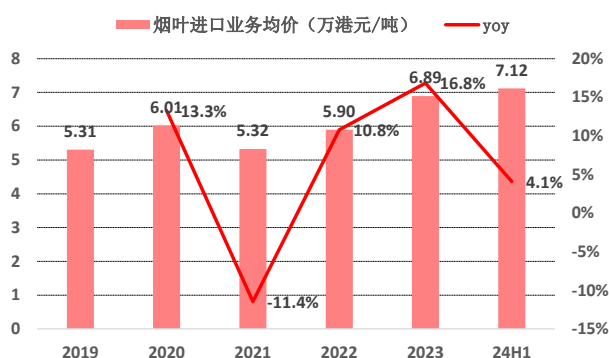
资料来源：公司公告，中信建投

图表14：中烟香港烟叶进口业务销量及增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表15：中烟香港烟叶进口业务均价及增速

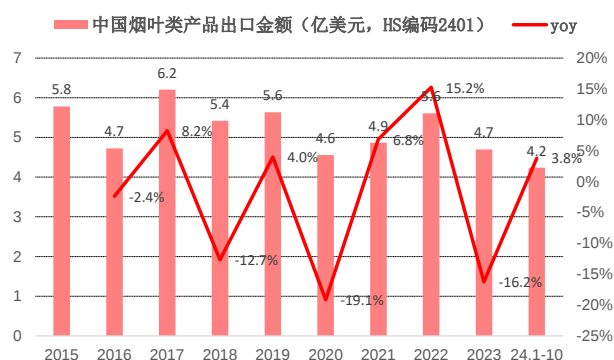


资料来源：公司公告，中信建投

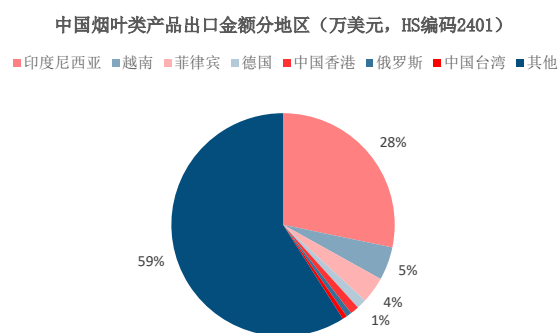
2) 烟叶类产品出口业务：拓展非独家经营地区，优化定价策略提高盈利能力

中烟香港独家经营向东南亚及中国港澳台地区的烟叶出口业务，并向其他非独家经营地区如欧洲等地扩张，定价策略优化带动公司毛利率水平提升。根据烟叶类产品出口独家经营及长期供货框架协议，中烟香港从中国烟草总公司及其附属公司（CNTC 集团）采购烟叶类产品，用于向东南亚及中国港澳台地区出口（独家经营区域）。根据 2023 年 8 月 25 日订立的烟叶类产品出口框架协议，中烟香港从云南进出口采购烟叶类产品，拓展了向欧洲地区的烟叶类产品出口业务，根据 2024 年 11 月 27 日持续关联交易公告，公司进一步拓展了从多个进出口公司采购烟叶类产品并向独家经营区域及欧洲以外地区出口的业务。出口烟叶采购价的确定方式为基于销售价并扣除固定扣点比例，扣点比例自 2024 年 1 月 1 日起变更为不少于 1%、不少于 2%、不少于 4%等多个档位（依据烟叶品质，原为 1%-4%）。

全球对中国出口烟叶的市场需求基本稳健，2023 年公司烟叶出口收入占我国烟叶出口总额的 45%。从需求端看，海外对于中国烟叶类产品的需求受到经济状况、控烟措施、进出口政策共同影响。19-23 年中国烟叶类产品出口金额 CAGR 为-4.4%，对应 19-23 年中烟香港烟叶类产品出口业务收入 CAGR 为-6.5%。从供给端看，中烟香港在独家经营区域外持续拓展，根据招股说明书，2018 年中烟香港向东南亚、中国港澳台地区独家出口烟叶类产品收入占中国烟叶类出口总收入的 24.2%。根据海关总署数据，2023 年中烟香港烟叶类产品出口收入占中国烟叶出口总额的 44.9%。

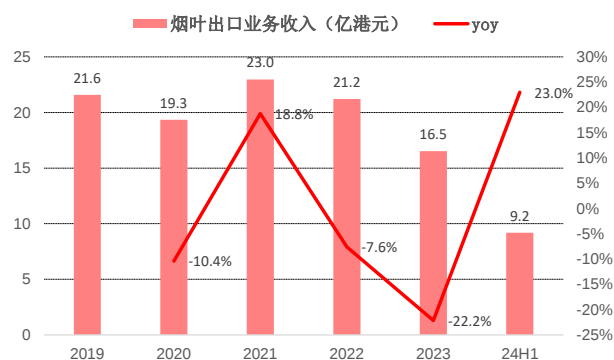
图表16： 2023 年中国出口烟叶金额 4.7 亿美元/-16.2%


资料来源：海关总署、Wind，中信建投

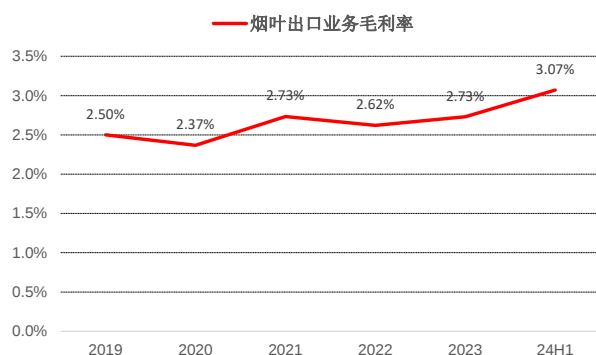
图表17： 2023 年中国烟叶类产品出口地区分布


资料来源：海关总署、Wind，中信建投

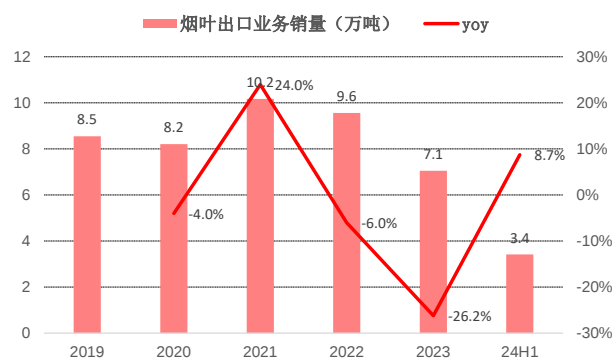
24H1 烟叶出口业务经营表现：2024 年上半年公司实现烟叶类产品出口业务收入 9.18 亿港元/+23.0%，收入占比 10.5%，毛利率为 3.07%/+0.22pct，毛利占比 2.9%，量价拆分看，24H1 出口数量为 3.4 万吨/+8.7%，销售吨均价为 2.69 亿港元/+13.1%，主要系公司把握市场供求变化趋势，积极组织适销货源，并优化定价策略，量利齐增。

图表18： 中烟香港烟叶出口业务收入及增速


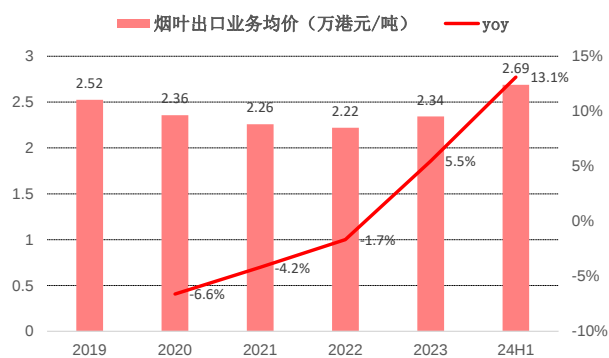
资料来源：公司公告，中信建投

图表19： 中烟香港烟叶出口业务吨毛利率


资料来源：公司公告，中信建投

图表20： 中烟香港烟叶出口业务销量及增速


资料来源：公司公告，中信建投

图表21： 中烟香港烟叶出口业务均价及增速


资料来源：公司公告，中信建投

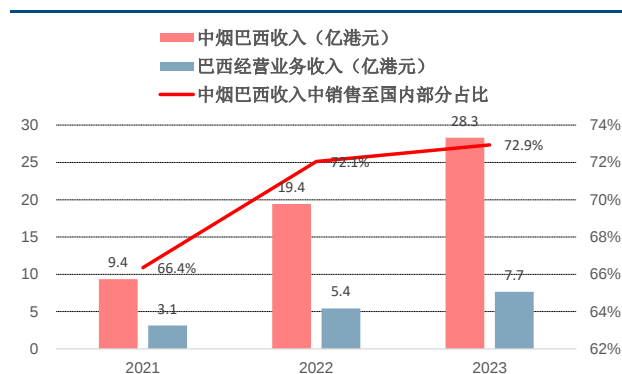
3) 巴西经营业务：积极扩大原烟收购区域，提升 ESG 水平实现向跨国烟草公司直接供货

2021 年 11 月中烟香港完成对中烟巴西的收购，中烟巴西控股子公司 CBT 在巴西经营烟叶采购加工销售业务，通过此次收购，公司向烟叶进口业务的产业链上游环节延伸。公司 2021 年 11 月 26 日以总对价 6340 万美元收购中烟巴西（中烟国际集团全资子公司）100%股份，从而间接持有中巴合资公司 CBT 的 51%股权（联一巴西公司持有 CBT 的 49%股权，联一公司为全球第二大独立烟叶公司）。

中烟巴西公司为投资控股平台，主要业务均通过 CBT 开展，CBT（China Brasil Tabacos Exportadora S.A.）成立于 2011 年，主要从事烟叶采购、加工、销售及出口业务，以及销售烟草生产固有的农用物资业务。2021 年 3 月 31 日在 CBT 的股东协议修订完成后，中烟巴西获得 CBT 的控制权（此前持股比例虽为 51%，但根据股东协议并无控制权，因此自 2021 年 3 月 31 日起 CBT 收入并表）。

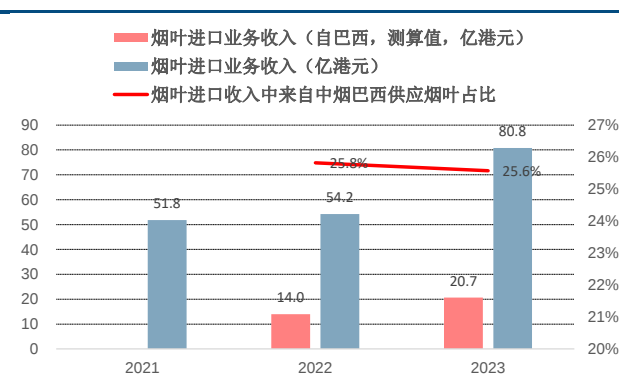
注：根据我们测算，2023 年在中烟巴西收入中，73%的收入为向国内出口巴西烟叶，计入“烟叶进口业务”板块，剩余 27%的收入为向其他国家出口巴西烟叶，计入“巴西经营业务”。2023 年在中烟香港的“烟叶进口业务”板块中，约有 26%的收入为进口自中烟巴西供应的烟叶贡献。

图表22： 2023 年中烟巴西约 73%收入来自向国内出口巴西烟叶收入



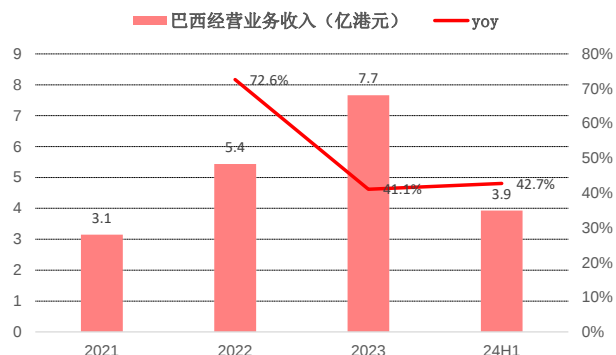
资料来源：公司公告，中信建投

图表23： 2023 年中烟香港的烟叶进口收入中约 26%为中烟巴西供应的烟叶贡献

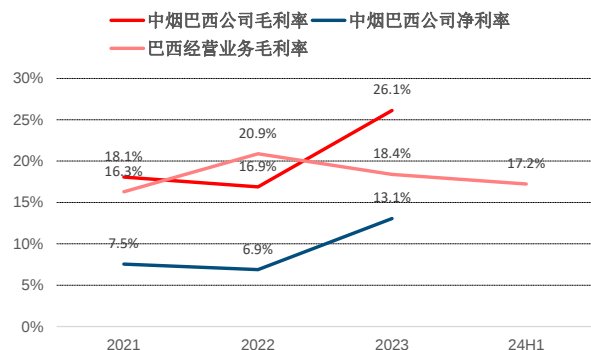


资料来源：公司公告，中信建投

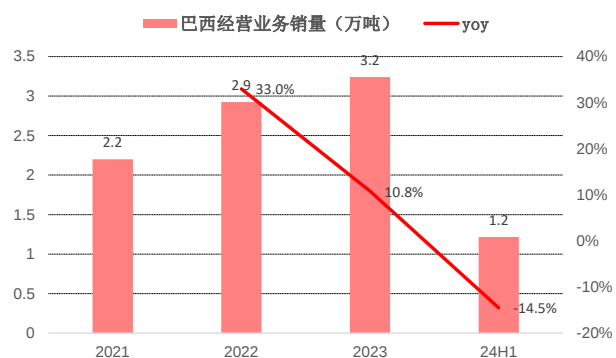
24H1 巴西经营业务表现：2024 年上半年巴西经营业务（不含向国内进口部分）收入 3.93 亿港元/+42.7%，收入占比 4.5%，毛利率为 17.24%/-9.52pct，毛利占比 7.0%，量价拆分看，24H1 销售数量为 1.2 万吨/-14.5%，销售吨均价为 3.23 亿港元/+66.9%，主要系适销货源紧缺销量下滑，销售单价较低而毛利率较高的烟叶副产品销售占比下降。公司进一步扩大原烟收购区域、增强巴西市场原烟资源调配能力，拓展销售区域、构建更广泛的客户群体，24H1 公司持续提升 ESG 水平，首次实现向跨国烟草公司直接供货。

图表24： 中烟香港巴西经营业务收入及增速（注：2021 年 CBT 收入仅并表 4-12 月部分收入）


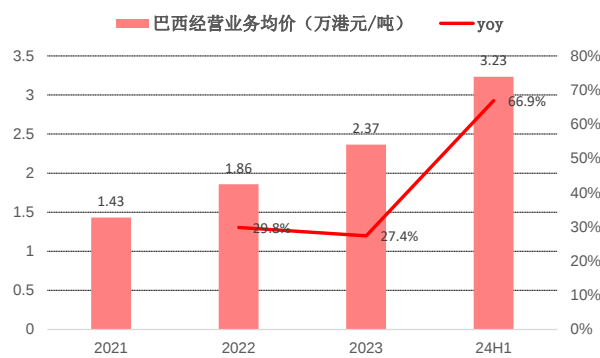
资料来源：公司公告，中信建投

图表25： 2023 年中烟巴西公司、巴西经营业务毛利率分别为 26.1%、18.4%


资料来源：公司公告，中信建投

图表26： 中烟香港巴西经营业务销量及增速


资料来源：公司公告，中信建投

图表27： 中烟香港巴西经营业务均价及增速


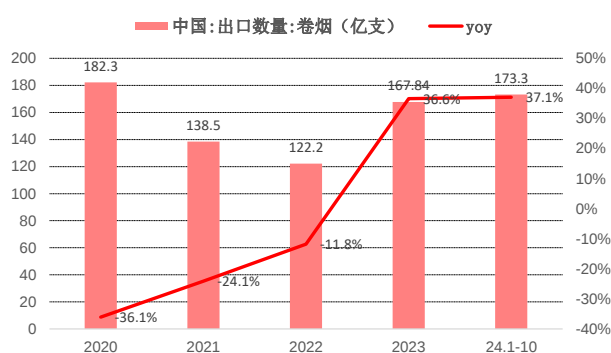
资料来源：公司公告，中信建投

弹性点：卷烟出口快速增长，自营提升、产品优化下利润率提升可期

1) 卷烟出口业务：出境客流逐步恢复，积极开拓其他非独家经营区域和有税市场，加强自营业务、优化产品结构提升毛利率

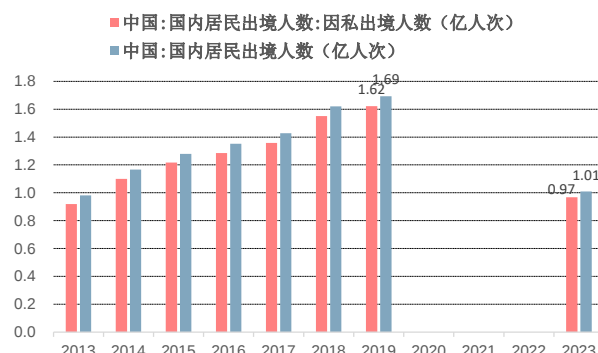
中烟香港独家经营两国三地的免税国产卷烟出口，近年来进一步扩展非独家经营地区业务，2023年公司卷烟出口量约占我国卷烟出口量的17%。公司向独家经营区域（两国三地，即新加坡、泰国、中国香港、中国澳门及中国大陆境内关外地区，不含大陆的市内免税店）及新增特定区域（全球除独家经营区域、中国内地以外地区）的免税店经营者或经销商销售中国烟草旗下卷烟及雪茄烟。公司为在新加坡、泰国、中国香港、中国澳门及中国大陆境内关外地区卷烟出口业务的独家经营实体，2024年以来公司进一步扩展了在新增特定区域的卷烟出口业务，根据海关总署数据，2023年中国卷烟出口数量为167.84亿支，其中中烟香港卷烟出口数量为28.04亿支，占中国卷烟出口量的份额约为16.7%。

图表28：2023年中国卷烟出口量167.8亿支/+36.6%



资料来源：海关总署、Wind，中信建投

图表29：2023年国内居民出境人次恢复至19年的60%



资料来源：国家统计局、Wind，中信建投

公司当前卷烟出口主要经营免税市场，需求与出境客流和免税携带政策相关，当前客流量仍未回到疫情前水平，免税市场的修复仍在进行时。需求端看，我国卷烟出口当前主要为免税卷烟（国产卷烟免征消费税、增值税），相对有税市场具备约20-30%的价格优势（免税店依据相关工业公司的建议零售价和市场行情确定终端零售价格，举例硬中华内地零售价450元/条，免税店售价约380港元/条），购买客群主要为中国出境游客（根据弗若斯特沙利文，90%+销售来自中国游客），因此卷烟出口业务需求主要与出境客流量和免税政策相关：①出境客流量：2023年国内居民出境人数1.01亿人次，恢复至2019年的60%，距离疫情前水平尚有修复空间。②免税携带政策：根据海关总署，烟草制品属于国家限制进境物品，港澳地区旅客及因私往来港澳地区的内地居民可免税携带香烟200支（1条烟），其他旅客（除短期内多次来往港澳地区旅客和经常进出境人员以及边境地区居民外）可免税携带香烟400支（2条烟）。

表 2: 中国海关烟草制品免税携带入境政策

	往返港澳地区旅客	其他旅客
香烟	200 支	400 支
雪茄	100 支	50 支
烟丝	500 克	250 克
电子烟烟具	1 个	2 个

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

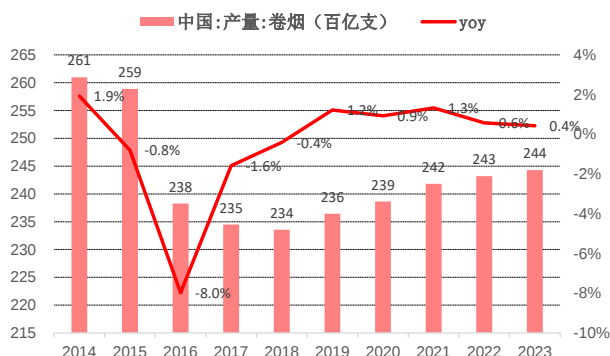
电子烟烟弹或烟具烟弹组合（如一次性电子烟等）

3 个（合计不超过 6ml）

6 个（合计不超过 12ml）

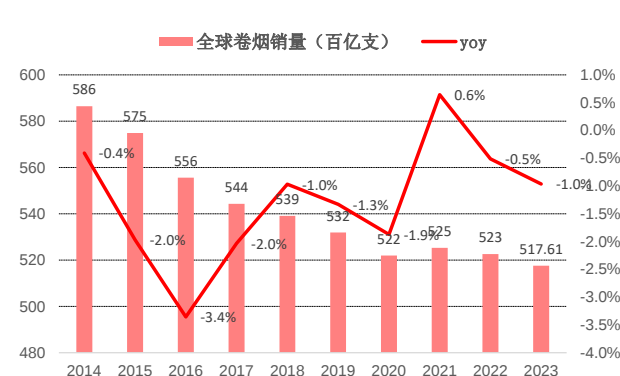
资料来源：海关发布，中信建投证券 注：1）表中为截至 2024.10 最新携带政策表述。2）上述携带政策中，短期多次往返旅客除外

积极开拓有税市场，未来发展空间广阔。长期看，随着我国卷烟市场竞争力提升，有税市场的开拓亦较为可期，2023 年中国卷烟出口数量仅占 2023 年中国卷烟产量的 0.7%，仅占海外市场卷烟销量的 0.6%。公司积极推动卷烟和雪茄烟出口业务从免税市场向有税市场拓展，2024 年 1 月联合四川中烟在香港红磡开设长城优品生活馆香港旗舰店，在有税市场销售中国雪茄，参与国际竞争、提升中国烟草品牌影响力。

图表30： 中国卷烟产量及增速


资料来源：国家统计局、Wind，中信建投

注：5 万支为 1 箱，故 23 年中国卷烟产量约 4886 万箱

图表31： 全球卷烟销量及增速


资料来源：欧睿国际，中信建投

注：5 万支为 1 箱，故 23 年全球卷烟销量约 10352 万箱，剔除中国以外的海外市场卷烟销量约 5466 万箱

卷烟出口自营模式当前占比为低双位数，未来利润率提升潜力大，我们测算若自营模式占比提升至 40%，则卷烟出口毛利率或可提升至 30% 以上。公司卷烟出口业务分成自营业务和增量业务两种模式，在定价方式上，自营业务的销售价格采用与客户公平协商方式确定，而增量业务的销售价格为在采购价基础上加价 1%-2%、2%-5%、5% 以上的适当比例，以硬盒中华烟为例，自营业务定价的销售价格较增量业务高 23.18%（根据招股书）。在 2018 年重组完成后，公司采用“新老划断”的策略拓展业务，重组后的新产品、新渠道均归属于自营业务。从产品结构优化空间来看，根据公司招股书，2018 年公司卷烟出口经营 175 个品规，根据《中国烟草年鉴 2022》，2021 年中烟共产销 800+ 个品规，随着公司拓展更多新渠道并铺设更多新品规，自营业务占比有望持续提升。公司当前自营业务占比仅低双位数（自营业务毛利率水平约为 40%-50% 甚至以上，而通过分销商渠道的毛利率则较低），未来随着自营业务占比提升，公司卷烟出口业务毛利率有望持续向上（我们测算若自营模式占比提升至 40%，则卷烟出口毛利率或可提升至 30% 以上）。

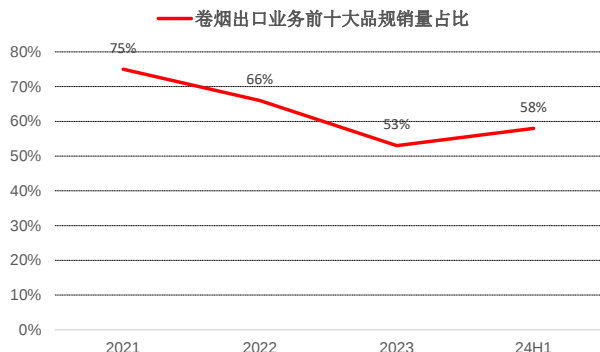
表 3: 中烟香港卷烟出口业务的定价模式

	业务模式	高档卷烟及其他一类烟（玉溪、云烟、中华等）	一般免税卷烟（红塔山、好日子、红双喜、阿诗玛等）
销售价格	自营业务	与客户公平协商确定	与客户公平协商确定
	增量业务	基于采购价格加价 1%-2%、2%-5%、5% 以上	基于采购价格加价 1%-2%、2%-5%、5% 以上
采购价格	自营业务	高端卷烟出口价格不得低于国内出售不含税调拨	与供应商公平协商确定
	增量业务	价的 35%、其他一类免税卷烟不得低于 45%	

资料来源：招股说明书，中信建投证券

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

图表32：中烟香港卷烟出口业务前十大品规销量占比



资料来源：公司公告，中信建投

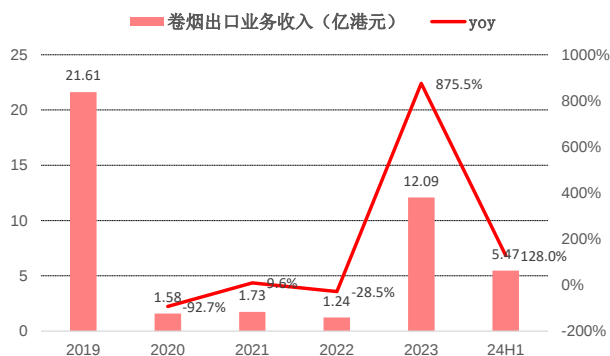
图表33：中烟香港卷烟出口业务前五大品规



资料来源：公司公告，中信建投

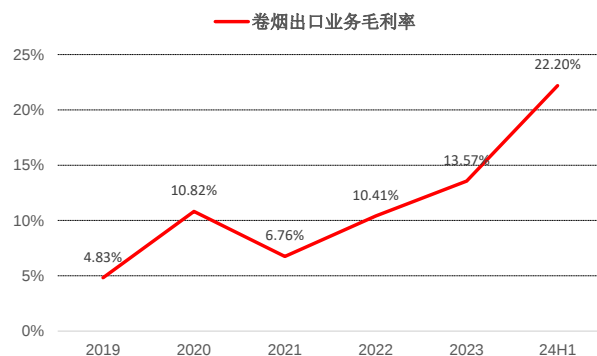
24H1 卷烟出口业务经营表现：2024年上半年卷烟出口业务收入5.47亿港元/+128.0%，收入占比6.3%，毛利率为22.20%/+6.54pct，毛利占比12.6%，量价拆分看，24H1销售数量为11.1亿支/+96.4%，销售均价为0.50港元/支，同比+16.1%，主要系免税市场客流量持续恢复，产品动销同比提升，同时公司持续优化产品组合、推动均价提升，加大新品投放力度，扩大自营业务规模。

图表34：中烟香港卷烟出口业务收入及增速



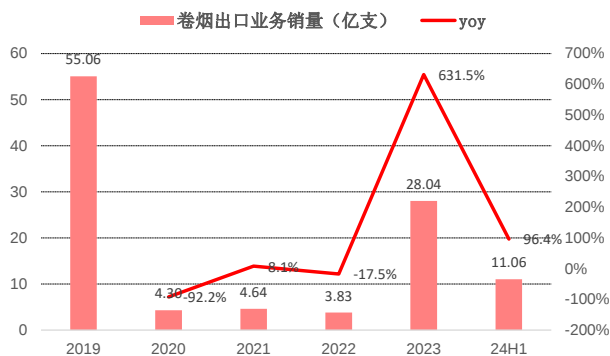
资料来源：公司公告，中信建投

图表35：中烟香港卷烟出口业务毛利率



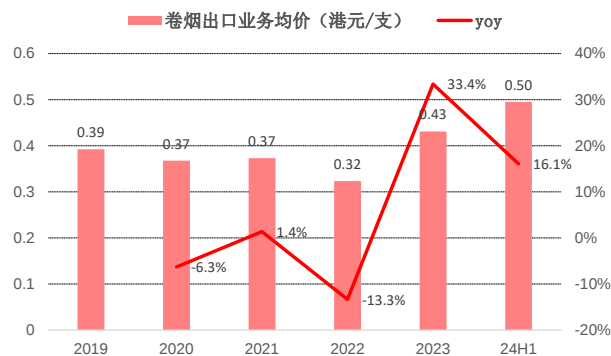
资料来源：公司公告，中信建投

图表36：中烟香港卷烟出口业务销量及增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表37：中烟香港卷烟出口业务均价及增速



资料来源：公司公告，中信建投

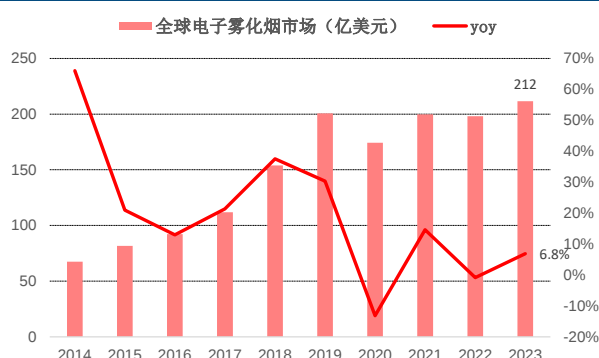
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

2) 新型烟草制品出口业务：赛道星辰大海，积极参与国际竞争

公司独家经营中国新型烟草制品的出口业务，目前主要为加热不燃烧（HNB）烟草产品。公司为中国境外新型烟草制品的独家出口业务营运实体，目前公司主要出口及销售各中烟工业公司推出的加热不燃烧烟草制品，主要合作的供应商包括湖北、江苏、云南、四川、湖南等中烟工业公司，热销品牌包括 COO、UGare、MC、宽窄等。在定价方式上，出口新型烟草制品采购价为基于销售价扣除固定扣点比例，扣点比例为不少于 1%。

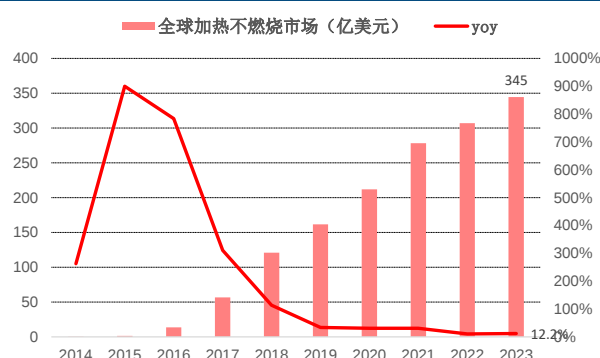
全球新型烟草市场快速发展，中烟错位竞争，在菲律宾、捷克、匈牙利市场有所突破。需求端看，在科技进步、产品创新下，人类摄入尼古丁的方式不断迭代，全球新型烟草市场发展空间广阔，根据欧睿数据，2023 年全球烟草市场规模达 9274 亿美元，其中电子雾化烟市场 212 亿美元/+6.8%，加热不燃烧烟草市场 345 亿美元/+12.2%。供给端看，菲莫国际、英美烟草等国际烟草公司的新型烟草转型战略坚定、抢先深度布局，中国烟草在产品侧储备已经较为丰富，当下国内加热不燃烧市场尚未启动，主要通过中烟香港出口到海外市场拓展业务、参与国际竞争，目前已经在东南亚、中东等地取得了一定突破和成绩。

图表38： 全球电子雾化烟市场规模及增速



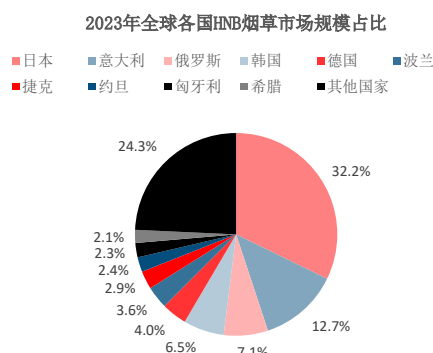
资料来源：欧睿，中信建投

图表39： 全球加热不燃烧（HNB）烟草市场规模及增速



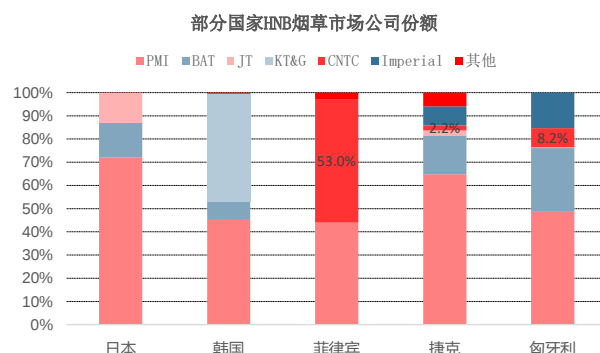
资料来源：欧睿，中信建投

图表40： 2023 年全球各国 HNB 烟草市场规模占比



资料来源：欧睿，中信建投

图表41： 菲律宾、匈牙利、捷克中烟 HNB 市占率排名前列

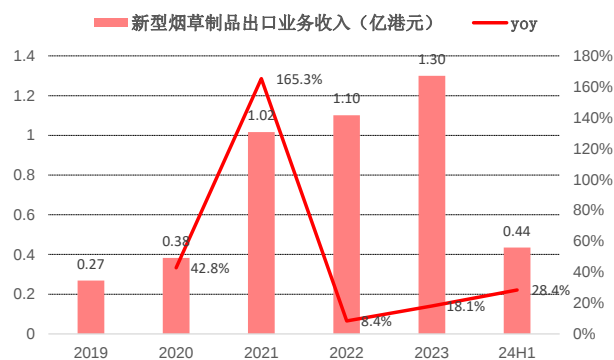


资料来源：欧睿，中信建投

24H1 新型烟草制品出口经营表现：2024 年上半年新型烟草制品出口业务收入 4352 万港元/+28.4%，收入占比 0.5%，毛利率为 4.77%/+0.94pct，毛利占比 0.2%，量价拆分看，24H1 销售数量为 2.35 亿支/+41.3%，销售均价为 0.19 港元/支，同比-9.1%，主要系公司持续优化产品结构和重点市场经营模式，提升产品市场竞争力和

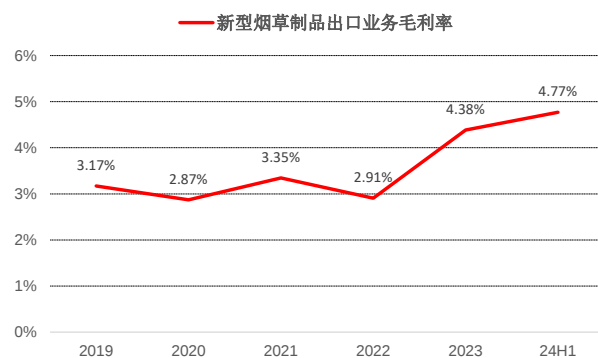
品牌国际影响力，优化产品定价策略，增强盈利能力。

图表42： 中烟香港新型烟草制品出口业务收入及增速



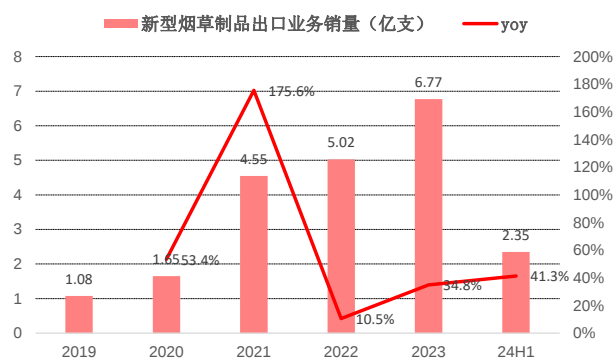
资料来源：公司公告，中信建投

图表43： 中烟香港新型烟草制品出口业务毛利率



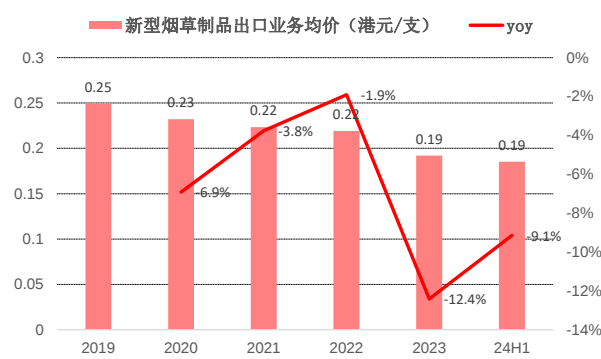
资料来源：公司公告，中信建投

图表44： 中烟香港新型烟草制品出口业务销量及增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表45： 中烟香港新型烟草制品出口业务均价及增速

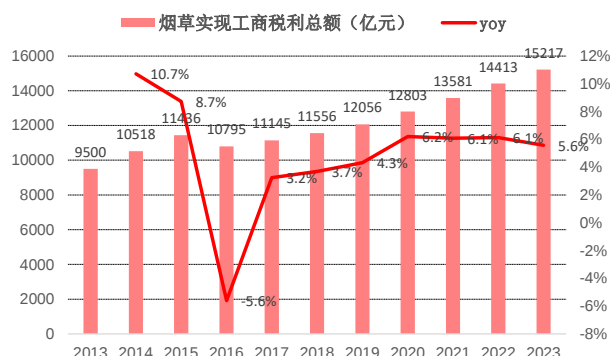


资料来源：公司公告，中信建投

并购整合：中烟香港定位国际业务拓展和资本运作平台，外延可期

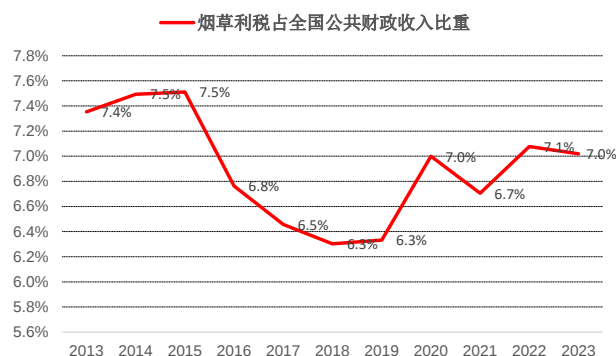
中国烟草坚定高质量发展战略，重视国际化运作。一方面，我国是全球最大的烟草市场，在国内市场，中国烟草的地位无可撼动，但在海外市场，国际烟草巨头如菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国烟草等占据领先地位，中国烟草份额有限。另一方面，烟草利税也是我国财政收入的重要来源之一，中国烟草坚定高质量发展战略，重视国际化运作具有重要意义。

图表46： 2023年中国烟草实现利税总额 1.52 万亿元/+5.6%



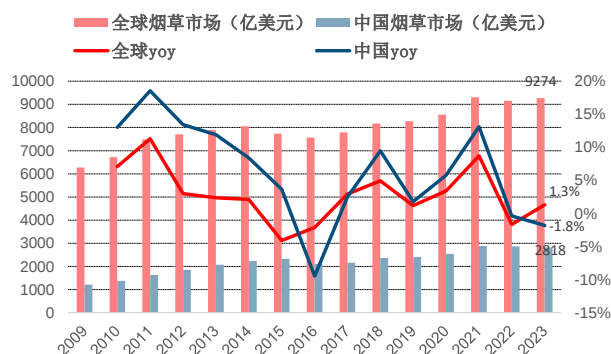
资料来源：财政部、国家烟草专卖局，中信建投

图表47： 2023年中国烟草利税占全国公共财政收入的 7%



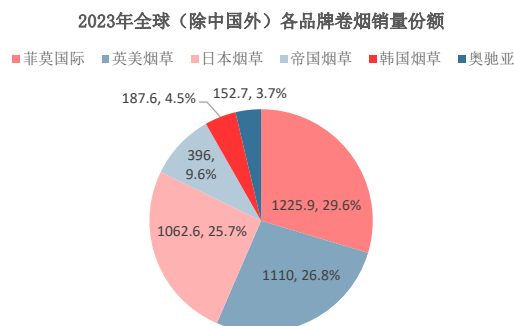
资料来源：财政部、国家烟草专卖局，中信建投

图表48： 全球及中国烟草市场规模（亿美元，零售额）



资料来源：欧睿，中信建投 注：1）零售额；2）包括新型烟草等

图表49： 全球卷烟市场（除中国外）各公司市占率（按量）



资料来源：《2023年世界烟草发展报告》，中信建投

持续推动国际业务发展，提升国际影响力是中烟香港的战略使命。中烟香港作为中国烟草出海的“桥梁”，公司发展目标为打造具有国际竞争力的一流烟草企业、助力中国烟草提升国际影响力。在具体实施策略角度，公司将积极推进“内生增长与外延拓展”，整合包括中国烟草体系内的优质境外资产，以及拓展一切与中烟香港发展战略契合的体系外优质标的：1）中烟国际集团旗下境外资产：我们预计中烟国际集团旗下境外资产的整合顺序或较为优先，主要包括与国际烟草公司开展合作的中烟菲莫国际、中烟英美国际等，作为烟叶进口供应商的中烟阿根廷、中烟北美等；2）中烟体系内其他公司境外资产：中烟各省级单位旗下亦有众多境外子公司，分布在原料、生产加工、销售渠道等产业链各环节，如老挝寮中红塔好运烟草有限公司、威尼顿集团有限公司、中烟国际欧洲有限公司等；3）其他烟草相关标的：部分国际烟草公司受地缘政治、贸易限制等原因退出特定市场，或为中国烟草的境外扩张提供有利契机。

表 4: 中国烟草实施“走出去”发展战略的重点工作

1	大力拓展“一带一路”沿线卷烟市场	努力增加产品有效供给, 加强境外卷烟产销基地建设, 努力开拓市场稳定销路, 强化卷烟“回流”治理。
2	在全球范围内进一步优化烟叶资源配置	提高烟叶进口质量和效率, 提高境外烟叶实体化运作水平, 积极扩大烟叶出口, 加强境外烟草农业合作
3	积极推动中国烟机引智创新发展	切实加大关键技术“引进来”力度, 积极加快“走出去”步伐, 更好服务境外卷烟产销基地建设
4	切实提高原辅材料自主化水平	立足完善烟草产业链, 全面推进原辅材料配套保障体系建设, 持续提升原辅材料的自主研发、自我创新、自我保障能力
5	稳健开展境外投融资业务	坚持市场化导向, 完善链条发展的境外投融资模式。
6	积极助推人文交流	在“走出去”发展过程中不断增进与沿线国家(地区)人民的人文交流与文明互鉴

资料来源: 国家烟草专卖局 2017 年《积极参与“一带一路”建设 坚定不移实施“走出去”发展战略》, 中信建投证券

从整合顺序来看, 我们预计中烟国际集团旗下子公司较为优先。中烟国际集团旗下子公司主要有三类: 1) 烟叶进出口业务: 如天泽烟草。2) 目前中烟香港烟叶进口业务的供应商: 如中烟国际阿根廷、中烟国际(北美)公司, 在当地经营烟叶种植收购业务。3) 与国际烟草公司合资子公司, 如中烟菲莫国际、中烟英美国际、地平线国际等。

表 5: 部分中烟系统外资产梳理

	公司名称	股权关系	所在地	主营业务
	天泽烟草有限责任公司	全资控股	津巴布韦	在津巴布韦开展烟叶种植收购与进出口贸易
	中烟国际(北美)股份有限公司	全资控股	美国	为中烟在海外的烟叶供应商之一
	中烟国际阿根廷有限公司	参股	阿根廷	为中烟在海外的烟叶供应商之一
中烟国际集团旗下	中烟菲莫国际有限公司	参股(50%)	瑞士	为中烟与菲莫国际合资公司, 在有税市场上推广和销售中国烟草和菲莫国际烟草品牌产品
	中烟英美烟草国际有限公司	参股(50%)	中国香港	为中烟与英美烟草合资公司, 拥有双喜品牌(中国内地外的国际市场)和 SE555 品牌全球所有权
	地平线国际合资有限公司	参股	中国香港	为中烟与帝国烟草合资公司, 经营威斯(小熊猫)、翡翠、地平线品牌卷烟和细切烟草
中烟系其他兄弟单位旗下	威尼顿集团有限公司	广东中烟(60%)	柬埔寨	烟草制品的生产制造, 吴哥、利是、椰树、金宝、皇冠等品牌, 年产能 75 亿支
	金叶卷烟厂(澳门)有限公司	广东中烟(55%)、中烟广东分公司(26%)	中国澳门	烟草制品的生产制造, 授权生产双喜、五叶神品牌, 年产能 30 亿支
	中烟国际欧洲有限公司	安徽中烟(61.6%)、红塔集团(25.5%)、陕西中烟(12.2%)	罗马尼亚	卷烟生产及销售, 生产都宝、金丝猴、双马品牌, 年产能 50 亿支

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

港股公司深度报告

蒙古烟草有限责任公司	陕西中烟（41%）、中烟陕西省公司（10%）	蒙古	从事自有品牌和陕西中烟品牌在蒙生产，以及在当地和周边国家的销售，主要品牌有红鹰、都宝、金叶从、蒙古包、好猫、延安、猴王等，年产能 20 亿支
老挝寮中红塔好运烟草有限公司	红塔集团（91%）	老挝	主要生产玉溪、红塔山、阿诗玛、红梅、云烟等品牌，年产能 80 亿支
香港红塔国际烟草有限公司	红塔集团（55%）、云南烟草（15%）	中国香港	主要生产玉溪、红塔山、阿诗玛、云烟等品牌，年产能 57 亿支
环球烟草有限责任公司	浙江中烟（40%）	阿联酋	卷烟生产企业，经营销售摩登品牌卷烟
科伦印象有限责任公司	浙江中烟（15%）	印度尼西亚	立足印度尼西亚有税市场，主要经营摩登品牌，年产能 20 亿支

资料来源：《中国烟草年鉴 2020》、公司公告，中信建投证券

附：中国烟草组织架构梳理

图表50： 中国烟草行业组织架构：两个机构一套人马



资料来源：《中国烟草年鉴2022》，中信建投

表 6:国家烟草专卖局、中国烟草总公司主要领导履历

姓名	职务	性别	年龄	主管工作
张建民	工业和信息化部党组成员 国家烟草专卖局党组书记、局长 中国烟草总公司总经理	男	60	主持国家烟草专卖局、中国烟草总公司全面工作，主管审计工作。
韩占武	国家烟草专卖局党组成员、副局长	男	58	分管专卖监督管理司、政策法规与体制改革司、科技司、规范管理办公室、中国烟草学会、中国烟草投资管理公司。
王宫成	国家烟草专卖局党组成员、副局长	男	52	分管办公室（外事司）、机关党委、党风廉政建设领导小组办公室（巡视工作领导小组办公室）、中共国家烟草专卖局党校、烟草经济研究所（政策研究室）、机关服务中心（局）、 中烟国际集团有限公司 、中国双维投资有限公司。
陆捷	国家烟草专卖局党组成员、副局长	男	53	分管经济运行司、人事司、董事会工作办公室、离退休干部办公室、中国烟草机械集团有限责任公司、中国烟草实业发展中心、《中国烟草》杂志社有限公司、南通、昆明、珠海醋酸纤维有限公司董事会。
刘三江	国家烟草专卖局党组成员、副局长	男	50	/

资料来源：国家烟草专卖局，中信建投证券 注：刘三江副局长主管工作在国家烟草专卖局官网尚未披露

表 7:中烟香港主要管理层履历

姓名	职务	性别	年龄	在中烟国际任职	过往主要职务
邵岩	董事会主席、非执行董事 (2018.6-)	男	59	中烟国际集团董事长、总经理 (2021-)、 中烟国际执行董事、总经理 (2015-)	云南省烟草专卖局 (公司) 副总经理 (2009-2015)、天泽烟草有限责任公司副总经理及总经理 (2007-2010)、云南省烟草专卖局 (公司) 副总农艺师 (2006-2007)、云南省烟草科学研究所所长 (2003-2007)
代佳辉	执行董事、 总经理 (2023.7)	男	50	中烟国际集团人力资源部总监 (2022-2023)、中烟国际集团财务管理部总监 (2021-2022)、中烟国际财务管理部主任 (2017-2021)、中烟国际财务管理部副主任 (2012-2017)	CTPM 国际有限公司财务部经理 (2006-2012)、中国卷烟销售公司财务部副主任 (2005-2012)、中国烟草进出口 (集团) 公司财务管理部主任科员 (2002-2005)
王成瑞	执行董事、 公司秘书 (2019.6-)	男	43	中烟国际集团战略发展部副经理 (2017-2018)、中烟国际企划投资部主任科员 (2016-2017)	国家烟草专卖局烟草经济信息重心主任科员 (2013-2016)
徐增云	执行董事、 副总经理 (2022.9-)	男	40	中烟国际集团卷烟事业部副总监 (2021-2022)、中烟国际市场拓展部副调研员 (2019-2021)、中烟国际中东公司副总经理兼营销部经理 (2019-2020)	/
茅紫璐	执行董事、 副总经理 (2023.4-)	女	38	中烟国际国营贸易部副调研员 (2022)、 中烟国际国营贸易部主任科员 (2020-2022)、中烟国际烟叶运营部主任科员 (2014-2020)	/

资料来源：公司公告、中信建投证券

盈利预测

盈利预测：我们预计中烟香港 2024-2026 年营业收入分别为 133.1、148.1、164.4 亿港元，同比分别增长 12.5%、11.2%、11.0%，归母净利润分别为 7.79、9.00、10.37 亿港元，同比分别增长 30.0%、15.7%、15.2%（注：以上盈利预测未考虑外延并购），对应当前市值 172 亿港元（2024 年 12 月 17 日收盘）的 PE 分别为 22.1x、19.1x、16.6x。

图表51： 中烟香港收入与毛利拆分预测

单位：百万港元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,977	3,481	8,064	8,324	11,836	13,312	14,807	16,440
yoy		-61.2%	131.7%	3.2%	42.2%	12.5%	11.2%	11.0%
毛利	419	138	445	806	1,088	1,455	1,731	2,029
毛利率	4.7%	4.0%	5.5%	9.7%	9.2%	10.9%	11.7%	12.3%
分业务								
烟叶进口（百万港元）	4,631	1,351	5,178	5,425	8,079	8,405	9,178	9,974
yoy		-70.8%	283.3%	4.8%	48.9%	4.0%	9.2%	8.7%
进口数量（万吨）	9	2	10	9	11.7	12	12	13
yoy		-74.3%	332.9%	-5.4%	27.5%	1.0%	5.0%	4.5%
均价（百港元/吨）	531	601	532	590	689	710	738	768
yoy		13.3%	-11.4%	10.8%	16.8%	3.0%	4.0%	4.0%
毛利（百万港元）	260	74	316	621	732	857	964	1047
yoy		-71.6%	328.2%	96.6%	17.9%	17.0%	12.4%	8.7%
毛利率	5.61%	5.46%	6.10%	11.45%	9.07%	10.2%	10.5%	10.5%
烟叶出口（百万港元）	2,158	1,934	2,297	2,122	1,652	1,962	2,062	2,166
yoy		-10.4%	18.8%	-7.6%	-22.2%	18.8%	5.1%	5.1%
出口数量（万吨）	9	8	10	10	7	7	8	8
yoy		-4.0%	24.0%	-6.0%	-26.2%	5.0%	3.0%	3.0%
均价（百港元/吨）	252	236	226	222	234	265	270	276
yoy		-6.6%	-4.2%	-1.7%	5.5%	13.1%	2.0%	2.0%
毛利（百万港元）	54	46	63	56	45	60	64	68
yoy		-15.1%	37.1%	-11.5%	-18.9%	33.5%	6.1%	5.7%
毛利率	2.50%	2.37%	2.73%	2.62%	2.73%	3.07%	3.10%	3.12%
卷烟出口（百万港元）	2,161	158	173	124	1,209	1,894	2,426	3,057
yoy		-92.7%	9.6%	-28.5%	875.5%	56.7%	28.1%	26.0%
出口数量（百万支）	5506	430	464	383	2804	3785	4618	5542
yoy		-92.2%	8.1%	-17.5%	631.5%	35.0%	22.0%	20.0%
均价（港元/支）	0.39	0.37	0.37	0.32	0.43	0.50	0.53	0.55
yoy		-6.3%	1.4%	-13.3%	33.4%	16.1%	5.0%	5.0%
毛利（百万港元）	104	17	12	13	164	379	534	734
yoy		-83.6%	-31.6%	10.3%	1171.3%	131.0%	40.9%	37.5%
毛利率	4.83%	10.82%	6.76%	10.41%	13.57%	20.0%	22.0%	24.0%
新型烟草制品（百万港元）	27	38	102	110	130	161	206	259
yoy		42.8%	165.3%	8.4%	18.1%	23.5%	28.0%	26.0%
出口数量（百万支）	108	165	455	502	677	881	1127	1420
yoy		53.4%	175.6%	10.5%	34.8%	30.0%	28.0%	26.0%
均价（港元/支）	0.25	0.23	0.22	0.22	0.19	0.18	0.18	0.18
yoy		-6.9%	-3.8%	-1.9%	-12.4%	-5.0%	0.0%	0.0%
毛利（百万港元）	1	1	3	3	6	8	10	13
yoy		29.4%	209.1%	-5.9%	78.1%	34.4%	31.5%	28.6%
毛利率	3.17%	2.87%	3.35%	2.91%	4.38%	4.77%	4.90%	5.00%
巴西经营业务（百万港元）			315	543	766	891	936	984
yoy				72.6%	41.1%	16.3%	5.1%	5.1%
出口数量（万吨）			2	3	3	3	3	3
yoy				33.0%	10.8%	-14.5%	3.0%	3.0%
均价（百港元/吨）			143	186	237	322	328	335
yoy				29.8%	27.4%	36.0%	2.0%	2.0%
毛利（百万港元）			51	114	141	151	159	167
yoy				121.2%	24.2%	7.4%	5.1%	5.1%
毛利率			16.30%	20.89%	18.40%	17.0%	17.0%	17.0%

资料来源：公司公告，中信建投预测

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,900	6,214	8,296	9,721	11,259
现金	1,785	571	2,619	3,436	4,309
应收票据及应收账款合计	1,382	516	1,538	1,711	1,899
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	174	317	334	371	412
存货	2,509	2,974	3,087	3,405	3,752
其他流动资产	50	1,836	718	798	886
非流动资产	470	527	541	815	1,189
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	43	39	35	31
无形资产	162	131	109	87	66
其他非流动资产	266	352	392	692	1,092
资产总计	6,371	6,740	8,837	10,536	12,448
流动负债	4,076	3,998	5,516	6,558	7,723
短期借款	2,095	2,480	3,180	3,980	4,880
应付票据及应付账款合计	1,816	1,233	2,045	2,256	2,486
其他流动负债	165	285	290	322	356
非流动负债	57	47	47	47	47
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	57	47	47	47	47
负债合计	4,133	4,045	5,563	6,605	7,770
少数股东权益	214	202	307	417	533
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
资本公积	619	1,090	1,090	1,090	1,090
留存收益	0	0	473	1,020	1,650
归属母公司股东权益	2,023	2,494	2,967	3,514	4,144
负债和股东权益	6,371	6,740	8,837	10,536	12,448

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-401	518	1,865	851	998
净利润	464	692	884	1,011	1,154
折旧摊销	50	51	26	26	26
财务费用	85	167	171	180	219
其他经营现金流	-1,001	-393	784	-366	-400
投资活动现金流	11	-1,699	-40	-300	-400
资本支出	40	26	40	300	400
其他投资现金流	-29	-1,725	-80	-600	-800
筹资活动现金流	513	-27	-432	266	274
短期借款	803	385	700	800	900
长期借款	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-291	-412	-1,132	-534	-626
现金净增加额	123	-1,208	2,049	817	872

资料来源: 公司公告, 中信建投预测

利润表 (百万港元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,324	11,836	13,312	14,807	16,440
营业成本	7,480	10,748	11,857	13,077	14,411
行政及其他开支	187	153	188	296	378
管理费用	0	0	0	0	0
融资成本	85	167	171	180	219
投资收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	572	768	1,096	1,254	1,432
其他非经营损益	44	91	0	0	0
利润总额	616	859	1,096	1,254	1,432
所得税	151	167	213	243	278
净利润	464	692	884	1,011	1,154
少数股东损益	89	94	105	110	0
归属母公司净利润	375	599	779	900	1,037
EBITDA	751	1,078	1,293	1,460	1,677
EPS (元)	0.54	0.87	1.13	1.30	1.50

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	3.2	42.2	12.5	11.2	11.0
归母净利润(%)	-46.7	59.7	30.0	15.7	15.2
获利能力					
毛利率(%)	10.1	9.2	10.9	11.7	12.3
净利率(%)	5.6	5.8	6.6	6.8	7.0
所得税(%)	24.6	19.4	19.4	19.4	19.4
ROE(%)	18.5	24.0	26.2	25.6	25.0
偿债能力					
资产负债率(%)	64.9	60.0	63.0	62.7	62.4
流动比率	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.4	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.8	1.5	1.4	1.3
应收账款周转率	6.0	22.9	8.7	8.7	8.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.87	1.13	1.30	1.50
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.61	4.29	5.08	5.99
估值比率					
P/E	45.9	28.8	22.1	19.1	16.6
P/B	7.7	6.4	5.3	4.4	3.7

风险分析

1) 境外并购整合进展不及预期：公司定位为中烟国际集团的国际业务拓展和资本运作平台，外延拓展和资产整合是公司的重要战略方向，2021年公司成功收购中烟巴西，若后续资产整合进度不及预期，或影响公司成长性及估值。

2) 国际贸易环境变动风险：公司主营业务为烟叶进出口、卷烟出口及新型烟草出口，由于烟草制品的特殊性，在国际贸易中与关税、消费税等税收政策以及政府控烟政策紧密相关，若国际贸易环境或者贸易政策发生变化，或将影响公司业绩表现。

3) 卷烟出口自营比例提升或经营地区拓展不及预期：公司积极推动卷烟出口业务自营占比提升，以增强盈利能力，以2024年盈利预测为基础，我们测算若公司卷烟出口自营占比减少1%、3%、5%，则公司归母净利润或将减少1.0%、3.0%、4.9%。

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk