

中烟香港(06055)

报告日期: 2024 年 12 月 19 日

烟草出海进行时，作为稀缺平台、产业整合者充分受益

——中烟香港深度报告

投资要点

□ **核心看点:** 中烟香港是中国烟草总公司 (CNTC) 指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家运营实体，保障了核心主业稳健的增长与盈利能力，同时卷烟与新型烟草出海业务伴随产品矩阵丰富、销售网络打开也具备较大潜力，配合外延式扩张，未来成长可期。

□ **中烟集团旗下唯一上市国际业务平台，业务稳健前景广阔。**
轻资产平台，盈利能力稳步提升。

2023 年公司实现营收 118.36 亿港元，2016-2023 年 7 年收入 CAGR 均为 9%，经营过程受全球公共卫生事件因素扰动但 2023 年后成长路径清晰，伴随业务结构优化以及公司供应链优势逐步发挥，毛利率从 17、18 年 5-6% 提高至 2024H1 的 11%。轻资产运营，以存货+应收款为主，账面固定资产少，应付账款则与公司的应收款项保持基本同步的增长，供应链稳定，经营风险小。

稀缺性强，独家运营实体强化议价能力，现金流充沛，ROE 高。

作为国家烟草专卖制度下由中国烟草总公司 (CNTC) 指定的独家资本市场运作和国际贸易拓展平台，背靠中烟集团，主要经营烟叶进出口，及卷烟出口业务。有除受制裁区域（如津巴布韦）外烟叶进出口的独家经营权。凭借其独家经营权，对供应商及客户有显著议价优势，利润率稳定。2023 后经营性现金流净额表现趋于稳定，公司保持高 ROE 水平，2023 年达到 24%（摊薄口径）。

□ **国际业务拓展顺利，烟叶进出口贸易大有可为。**

以高端烟叶进口为主，国内卷烟结构化升级趋势带动优质烟叶需求增长。2023 年营收占比达到 68.26%，是公司的主营业务。国内高价卷烟零售占比从 2015 年 18.7% 上升至 2020 年 21.6%，卷烟高端化趋势延续推动对海外原产地进口的优质烟叶类产品需求。2023 年烟叶进口销量达到 117216 吨，达到历史新高，同比增长 27.46%，毛利率达到 9.1%，烟叶进口需求持续，盈利能力不断提高。

烟叶出口主力是国内中低端烟叶制品，客户需求稳定。烟叶出口客户集中在东南亚国家及港澳台地区，对国内中低端烟叶原料存在稳定需求，根据与供应商及客户签订的销售协议，毛利率稳定在大约 2.6%。

□ **卷烟出口业务: 全球公共卫生事件期间收入回落，未来有望持续增长**

全球公共卫生事件后出入境人流恢复，推动卷烟出口业务复苏加快。卷烟出口业务主要覆盖境内关外免税渠道，根据招股书，2018 年中国境内关外地区及中国香港地区业务占比达 87%，2020-2023 年收入 CAGR 为 97%。全球公共卫生事件后出境人数持续增加，2024H1 内地居民出入境人次达到 1.37 亿次，同比上升 71%，2024H1 卷烟出口销量达到 1106 百万支，同比增长 96%，收入达到 547.3 百万港元，同比增长 128%，卷烟出口业务复苏加快。

产品组合优化，引入高端雪茄产品助力出口需求及盈利能力持续提升。2023 年 12 月公司引入在国内手工雪茄市场份额近 50% 的“长城”雪茄品牌，在香港有税市场投放，市场反响良好。2024H1 毛利润达到 121.5 百万港元，同比增长 223%，盈利能力持续提升。

□ **乘新型烟草发展东风，国产 HNB 出口持续高增**

全球控烟建海趋势加速，新型烟草份额不断提升。2023 年 HNB 市场规模达到 341 亿美元，18-23 年 HNB 市场规模 CAGR 超过 23%，发展势头迅猛。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

分析师: 傅嘉成

执业证书号: S1230521090001
 fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$24.90
总市值(百万港元)	17,222.83
总股本(百万股)	691.68

股票走势图



相关报告

国内 HNB 产品研发进度提速，业务和盈利水平增长显著，未来发展空间大。截至 2018 年，中烟下属省级烟草公司已提交了 1,391 项与加热不燃烧产品制造相关的技术专利申请。众多国际贸易公司对中国加热不燃烧制品表现出浓厚兴趣并将其积极引入海外市场。2019-2023 年公司新型烟草制品全球销量 CAGR 达到 60%，至 2023 年市场覆盖数增至 60 个，经销商数达到 104 家，2023 年新型烟草业务达到 1.3 亿港元，同比增长 18.1%，毛利润为 571 万港元，同比增长 80%。公司把握新兴市场增长机会和深化关键市场渗透，实现了显著的业务增长和盈利提升。

□ 资本运作助力海外版图扩张，产业链整合加速。

收购中烟巴西加速产业整合，经营业绩出色成为新增长点。2021 年中烟香港顺应战略实体化转型趋势，收购原先的上游烟草供应渠道——中烟巴西，开启产业链整合进程，丰富了公司业务组合。收购中烟巴西打响了对外资本运作第一枪，国际竞争力逐步提高。中烟巴西业务收入稳步增长，盈利能力强，增长潜力高。2023 年营收达到 7.66 亿港元，2021-2023 年 CAGR 为 56%，毛利润为 1.41 亿港元，2021-2023 年 CAGR 为 66%。

□ 盈利预测与估值

综合来看，烟叶进口业务预期稳中有增、出口业务受益于东南亚需求量提升，卷烟出口业务受益于产品结构优化和出入境旅游修复，新型烟草出口业务潜力十足，巴西业务持续开拓，公司作为中烟旗下国际业务平台，在后续产业整合中持续扮演重要角色。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 135 亿、150 亿、165 亿港元，同比增速分别为 14%、11%、10%，归母净利润 8.02 亿、9.16 亿、10.42 亿港元，同比增速分别为 34%、14%、14%，对应 PE 分别为 21.47X、18.80X、16.53X，考虑公司稀缺性凸显，且各业务的成长曲线向好，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

烟叶成本大幅提升、依赖专卖制度风险、全球控烟运动影响。

财务摘要

(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11836	13465	15012	16507
(+/-) (%)	42%	14%	11%	10%
归母净利润	599	802	916	1042
(+/-) (%)	60%	34%	14%	14%
每股收益(港元)	0.87	1.16	1.32	1.51
P/E	11.34	21.47	18.80	16.53

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 中烟旗下唯一上市国际业务平台，业务稳健前景广阔	5
1.1 中烟香港：独家营运实体，核心优势凸显	5
1.1.1 业务版图不断扩张的烟草国际业务平台	5
1.1.2 轻资产平台，盈利能力稳定	5
1.1.3 稀缺性：独家营运制度，盈利能力稳定、议价能力较强	6
1.2 业务构成：基本盘烟叶进口稳步发展，出海业务增长迅猛	7
1.3 股权结构稳定，核心团队经验丰富	8
1.4 烟叶制品进出口：以高端烟叶进口为主导，出口辐射东南亚及港澳台需求有望提升	10
1.4.1 进口端：国内烟草消费升级趋势带动优质烟叶需求提升，进口烟叶业务增长回暖	11
1.4.2 出口端：烟叶出口主力是国内中低端烟叶制品，客户需求较为稳定。	12
1.5 卷烟出口：全球公共卫生事件期间收入回落，未来有望持续增长	13
1.6 新型烟草制品出口：新型烟草发展迅速，国产 HNB 出口持续高增	16
1.6.1 全球传统烟草监管趋严，新型烟草发展可期	16
1.6.2 中国烟草积极布局，加热不燃烧烟草制品的出口市场前景广阔	17
2 资本运作助力海外版图扩张，产业链整合加速	19
2.1 并购扩张：烟草国际化巨头的必经之路	19
2.2 收购中烟巴西：外延拓展有力推进，产业整合由虚向实	20
2.2.1 收并购顺应战略实体化转型趋势	20
2.2.2 中烟巴西成为新增长点	20
3 盈利预测与估值	21
3.1 核心假设与收入预测	21
3.2 盈利预测与估值	22
4 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司发展历程里程碑.....	5
图 2: 应收账款周转天数 (单位: 天)	7
图 3: 每股派息, 每股留存收益 (单位: 港元)	7
图 4: 公司股权结构 (截止 2023 年 12 月 24 日)	9
图 5: 2018 年中烟香港烟叶出口地区 (%)	10
图 6: 2018 年中烟香港烟叶进口地区 (%)	10
图 7: 2019-2023 年中烟香港烟叶进出口均价 (单位: 港元/吨)	10
图 8: 近十年年中国卷烟销量、增速 (单位: 万箱, %)	11
图 9: 近十年国内烟草税利总额、单箱税利 (单位: 亿元、万元)	11
图 10: 2016-2023 年烟叶进口每吨毛利及增速 (单位: 港元, %)	12
图 11: 2016-2023 年烟叶进口收入及增速 (单位: 百万港元, %)	12
图 12: 2016-2023 年烟叶进口销量及增速 (单位: 吨, %)	12
图 13: 2016-2023 年烟叶进口每吨售价及增速 (单位: 港元, %)	12
图 14: 2016-2023 年烟叶出口收入及增速 (单位: 百万港元, %)	13
图 15: 2016-2023 年烟叶出口销量及增速 (单位: 吨, %)	13
图 16: 2016-2023 年烟叶出口每吨售价及增速 (单位: 港元, %)	13
图 17: 2016-2023 年烟叶出口毛利、毛利率 (单位: 百万港元, %)	13
图 18: 2016-2023 年卷烟收入、增速 (单位: 百万港元, %)	14
图 19: 2018 年中烟香港卷烟出口地区分布占比 (%)	14
图 20: 2016-2023 年中烟香港出口卷烟销量及增速 (单位: 百万支, %)	15
图 21: 2016-2023 年卷烟出口售价、增速 (万元, %)	15
图 22: 2016-2023 年卷烟出口毛利、毛利率 (单位: 百万港元, %)	15
图 23: 长城雪茄	15
图 24: 全球卷烟规模及增速 (亿美元, %)	16
图 25: 全球 HNB 市场规模及增速 (亿美元, %)	16
图 26: 全球 2023 年 HNB 各地区市场份额占比 (%)	17
图 27: 全球 HNB 各地区市场份额 (亿美元)	17
图 28: 2021 年部分国家 HNB 市场渗透率对比 (%)	17
图 29: 2019-2023 年中烟香港新型烟草销量 (左, 单位: 万支)、市场覆盖数、经销商数量 (右, 单位: 个)	19
图 30: 2019-2023 年中烟香港新型烟草出口收入 (左, 单位: 亿港元) 及毛利 (右, 单位: 百万港元)	19
图 31: 巴西经营业务收入、毛利和毛利率 (单位: 百万港元, %)	21
图 32: 巴西业务出口量及增速 (单位: 吨, %)	21
表 1: 中烟香港重点财务数据一览 (单位: 百万港元)	6
表 2: 中烟香港重点财务数据一览 (单位: 百万港元)	7
表 3: 公司五大业务一览.....	8
表 4: 公司核心管理人员简介.....	9
表 5: 中国加热不燃烧烟草制品.....	18
表 6: 菲莫国际收并购大事件.....	19
表 7: 英美烟草收并购大事件.....	20
表 8: 中烟香港收入预测.....	22
表附录: 三大报表预测值.....	24

1 中烟旗下唯一上市国际业务平台，业务稳健前景广阔

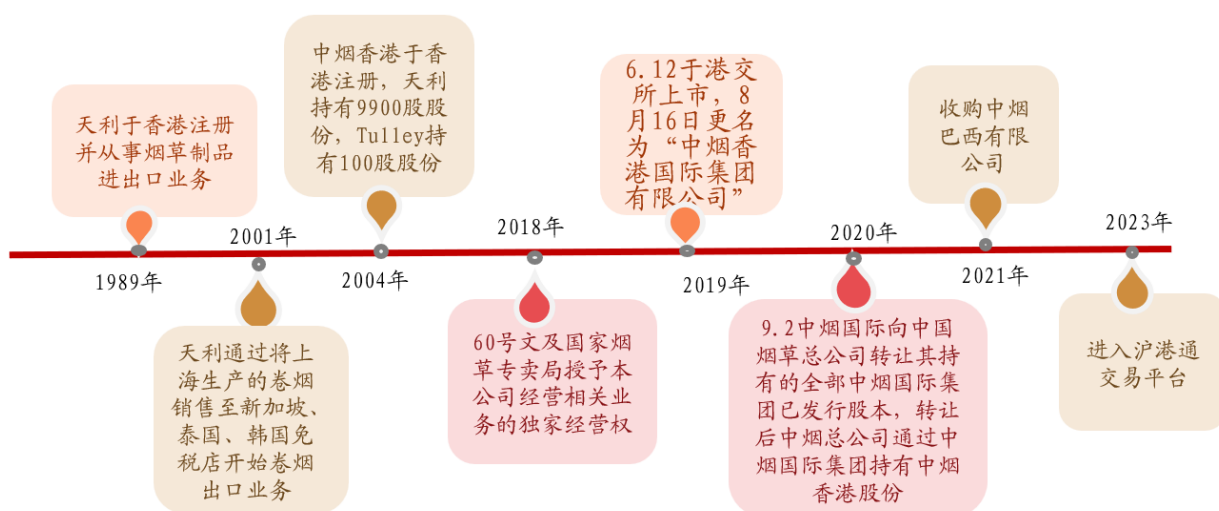
1.1 中烟香港：独家营运实体，核心优势凸显

1.1.1 业务版图不断扩张的烟草国际业务平台

中烟国际（香港）有限公司（6055.HK）成立于2004年，并于2019年在香港交易所主板上市。公司的前身为天利国际经贸有限公司，成立于1989年，总部位于中国香港。最初主要专注于烟草制品、卷烟原辅材料以及烟草加工机械设备的进出口业务。2018年，中国烟草总公司发布60号文件，确定该公司为中国烟草行业的国际业务拓展平台和相关业务的独家运营实体；同年5月，公司启动新型烟草出口业务，重点产品为加热不燃烧烟草制品。2021年，公司成功完成对中烟巴西的收购，进一步扩大了产业链布局。

中烟香港肩负着推动中烟“高质量发展”的战略任务。目前，国内卷烟市场逐渐转变为存量市场，中国烟草海外影响力不足，新型烟草产品的兴起为行业结构变革提供了重要机遇。在业务扩张和提升国际知名度方面，中烟将坚定不移地实施“走出去”战略，中烟香港将成为这一战略实施的关键平台。

图1：公司发展历程里程碑



资料来源：公司招股书、业绩公告、官网，浙商证券研究所

1.1.2 轻资产平台，盈利能力稳定

财务数据一览：轻资产平台、高 ROE，毛利率稳中向上。

1) 2023 年公司实现营收 118.36 亿港元（同比+42%）、归母净利润 5.99 亿港元（同比+60%）；2016-2023 年 7 年的收入 CAGR 与利润 CAGR 均为 9%，虽然过程中经营受到全球公共卫生事件因素的波动，但 2023 年以后的成长路径清晰，2024H1 实现收入 87 亿港元（同比+12%）、归母净利 6.43 亿港元（同比+41%）。

2) 伴随业务结构优化以及公司供应链优势的逐步发挥，盈利能力大幅增强，毛利率从早期 17、18 年时的 5-6% 的中枢提高至 2024H1 的 11%。

3) 轻资产运营，账上几乎没有固定资产，以存货+应收款为主要构成；应付账款则与公司的应收款项保持基本同步的增长，2023 年以后经营性现金流净额的表现趋于稳定。公司保持高 ROE 水平，2023 年达到 24%（摊薄口径）。

表1: 中烟香港重点财务数据一览 (单位: 百万港元)

百万港元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	6312.02	7807.02	7032.72	8976.95	3481.77	8064.15	8324.33	11836.22	8704.05
YOY		23.72%	-9.92%	27.65%	-61.22%	131.42%	3.23%	42.19%	12.40%
归母净利润	334.56	344.33	259.48	318.93	95.19	702.83	374.90	598.77	643.34
YOY		2.92%	-24.64%	22.91%	-70.15%	562.29%	-46.66%	59.71%	40.79%
扣非归母净利润	330.84	342.43	259.48	318.93	95.19	296.84	374.34	598.77	643.34
YOY		2.45%	-24.22%	22.91%	-70.15%	179.72%	26.11%	59.96%	40.79%
归母净利率	5.30%	4.41%	3.69%	3.55%	2.73%	8.72%	4.50%	5.06%	7.39%
毛利率	7.77%	6.33%	5.30%	4.67%	3.98%	5.52%	10.14%	9.19%	11.08%
行政费用及其他营业费用率	1.29%	1.10%	0.92%	0.72%	1.93%	1.72%	2.25%	1.29%	0.86%
财务费用率				0.01%	0.04%	0.32%	0.96%	1.31%	1.17%
总资产	4360	4241	2139	2870	3645	4767	6371	6740	9665
存货	1706	1145	1038	237	1623	1288	2509	2974	3862
应收款项合计	610	764	449	852	365	1331	1606	908	2541
应付款项合计	2166	1845	1486	1114	1909	1220	1816	1233	3187
有息负债	0	0	0	0	0	1292	2095	2480	2862
经营性现金流净额	54	359	758	369	(32)	(24)	(401)	518	415
资本开支	0	1	1	7	11	1	6	16	14
ROE (摊薄)	16.33%	14.91%	45.23%	19.89%	5.99%	39.88%	18.53%	24.01%	22.14%
ROIC	16.33%	15.80%	18.00%	29.30%	5.97%	30.28%	10.45%	13.17%	11.98%
总股本			500.01	691.68	691.68	691.68	691.68	691.68	691.68
最高价				26.37	18.61	20.16	15.05	12.75	20.85
最低价				4.56	12.93	13.52	7.15	8.70	8.33
最高PE				57.19	135.24	46.97	27.82	14.72	18.25
最低PE				9.89	93.98	31.51	13.22	10.05	7.29
当年末市值 (亿港元)				132.66	102.78	108.59	80.51	68.27	115.37
对应当年利润的PE				41.60	107.98	15.45	21.48	11.40	14.60

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

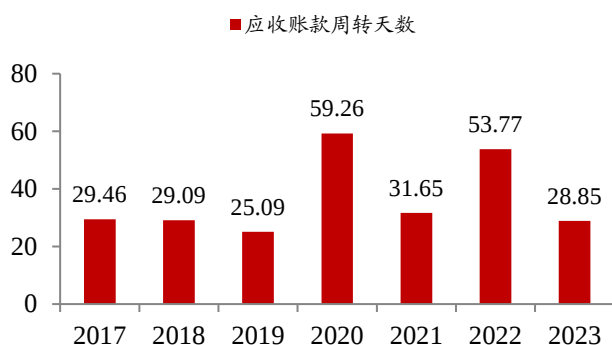
1.1.3 稀缺性: 独家营运制度, 盈利能力稳定、议价能力较强

作为国家烟草专卖制度下由中国烟草总公司 (CNTC) 指定的独家资本市场运作和国际贸易拓展平台, 背靠中烟集团, 经营进出口业务: 1) 向海外卷烟生产企业出售烟叶类产品; 2) 向免税店和批发商出口卷烟产品; 3) 向全球零售商和批发商出售新型烟草制品, 在需求和供给稳定的情况下, 公司具备非常稳固的基本盘, 确保了盈利能力的稳定性。

中烟香港凭借其独家经营权, 在与供应商和客户的商业谈判中展现出显著的议价优势, 能够策略性地控制成本, 以维持稳定且合理的利润率。中烟香港是从巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚、多米尼加共和国、坦桑尼亚、马拉维等国家进口烟叶类产品至中国的唯一供应商, 这些海外供应商没有其他进入中国市场的途径, 这使得中烟香港在与这些客户和供应商谈判价格及其他商业条款时通常处于更有利的地位。凭借其强大的议价能力, 中烟香港主要与财务信誉良好的烟草生产和贸易公司进行交易。在过去的业绩记录期间, 大部分客户在信用期内结清了向公司支付的款项。

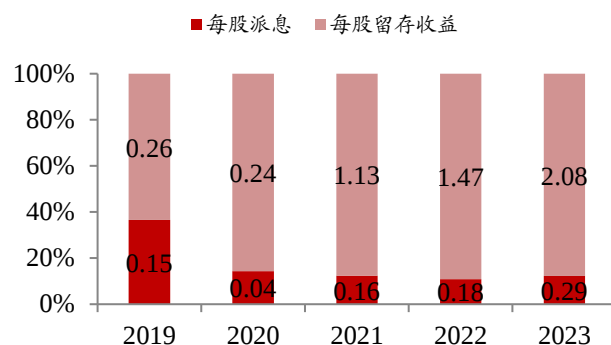
根据公司 2023 年度的财务报告, 2021 年至 2023 年, 公司的应收账款周转天数分别为 31.65 天、53.77 天和 28.85 天, 2023 年的应收账款周转天数已恢复至 2020 年之前的水平。公司派发截至 2023 年 12 月 31 日年度末期股息每股 0.29 港元, 同比增长 61%, 并从 2024 年起开始派发中期股息。

图2: 应收账款周转天数 (单位: 天)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图3: 每股派息, 每股留存收益 (单位: 港元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.2 业务构成: 基本盘烟叶进口稳步发展, 出海业务增长迅猛

公司业务多元化推动营收强势增长, 2024 上半年营收达到 87.04 亿港元, 同比增长 12%, 达到历史新高。受新冠全球公共卫生事件以及烟叶类产品进口与卷烟出口业务大幅缩减的影响, 公司 2020 年营收仅为 34.81 亿港元。2021 年至 2023 年, 分别实现营业收入 80.64 亿港元、83.24 亿港元和 118.36 亿港元, 同比增长分别为+131.42%、+3.23%和 +42.19%。其中, 2023 年营业收入的增长主要得益于烟叶类产品进口业务、卷烟出口业务和巴西经营业务的增长。烟叶类产品进口业务现为最大的主营业务, 截至 2023 年底, 其收入占比达 68.26%。新型烟草制品出口业务始于 2018 年 5 月, 2023 年贡献收入 1.30 亿港元, 同比增长 18%, 营收占比为 1.10%。巴西经营业务自 2021 年并表, 2023 年贡献收入 7.66 亿港元, 同比增长 41%, 营收占比为 6.47%。

表2: 中烟香港重点财务数据一览 (单位: 百万港元)

百万港元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入	6312.02	7807.02	7032.72	8976.95	3481.77	8064.15	8324.33	11836.22
YOY		23.7%	-9.9%	27.6%	-61.2%	131.4%	3.2%	42.2%
烟叶类产品进口业务								
收入	4064	5488	4338	4631	1351	5178	5425	8079
yoy		35%	-21%	7%	-71%	283%	5%	49%
收入占比	64%	70%	62%	52%	39%	64%	65%	68%
毛利率	4.3%	4.9%	5.1%	5.6%	5.5%	6.1%	12.0%	9.1%
烟叶类产品出口业务								
收入	1617	1895	1179	2158	1934	2297	2122	1652
yoy		17%	-38%	83%	-10%	19%	-8%	-22%
收入占比	26%	24%	17%	24%	56%	28%	25%	14%
毛利率	4.0%	3.6%	3.3%	2.5%	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%
卷烟出口业务								
收入	630	424	1498	2161	158	173	124	1209
yoy		-33%	253%	44%	-93%	9%	-28%	875%
收入占比	10%	5%	21%	24%	5%	2%	1%	10%
毛利率	39.9%	37.3%	7.6%	4.8%	10.9%	6.8%	10.5%	13.6%
新型烟草制品出口业务								
收入			17	27	38	102	110	130
yoy				59%	41%	168%	8%	18%
收入占比					1%	1%	1%	1%
毛利率				3.2%	2.7%	3.4%	2.9%	4.4%
来自巴西的其他业务								
收入						315	543	766
yoy							72%	41%
收入占比						4%	7%	6%
毛利率						16.3%	22.6%	18.4%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

烟叶进出口业务仍是公司最核心业务。全球公共卫生事件后，卷烟出口业务逐渐恢复正常，新型烟草业务稳步增长，巴西经营业务在低基数下增速显著。2023 年，公司各业务板块的营收占比分别为：烟叶类产品进口 68%，烟叶类产品出口 14%，卷烟出口 10%，新型烟草制品出口 1%，巴西经营业务 6%。烟叶出口业务的毛利率较低，主要是因为出口的烟叶均价和品质较低，导致毛利率近年维持在 2-3%的水平，而巴西经营业务的毛利率较高，主要是因为其毛利率不受官方调控，近年来保持在 16%以上的水平。

表3: 公司五大业务一览

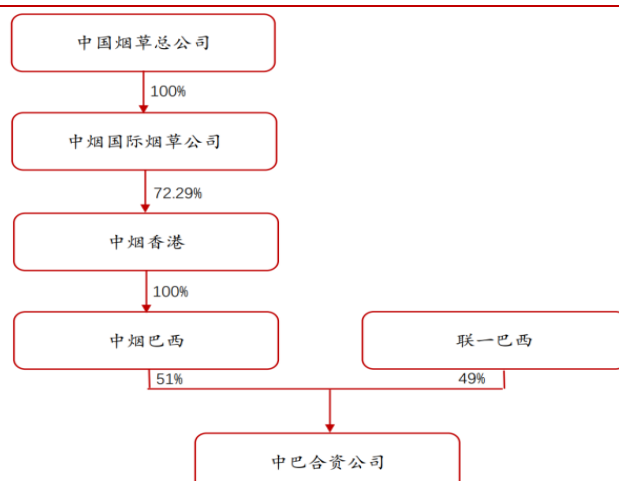
核心业务	业务简介及回顾
烟叶制品进口业务	自全球原产国或地区（受制裁国家及地区外）进口烟叶制品至中国内地。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，烟叶类产品进口数量 117216 吨，同比增长 25252 吨，增幅为 27%；营业收入 8079.0 百万港元，同比增加 2654.3 百万港元，增幅为 49%；毛利 732.4 百万港元，同比增加 111.3 百万港元，增幅为 18%。
烟叶制品出口业务	向东南亚、中国香港、中国澳门、中国台湾地区及欧洲地区出口烟叶制品。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，烟叶类产品出口数量 70509 吨，同比减少 25022 吨，降幅为 26%；营业收入 1652.2 百万港元，同比减少 470.1 百万港元，降幅为 22%；毛利 45.1 百万港元，同比减少 10.5 百万港元，增幅为 19%。
卷烟出口业务	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总公司集团旗下卷烟。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，卷烟出口数量 2803867 千支，同比增加 2420560 千支，增幅为 631%；营业收入 1208.7 百万港元，同比增加 1084.9 百万港元，增幅为 876%；毛利 164.0 百万港元，同比增加 151.1 百万港元，增幅为 1167%。
新型烟草制品出口业务	向全球海外市场出口新型烟草制品。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，新型烟草制品出口数量 677310 千支，同比增加 174920 千支，增幅为 35%；营业收入 130.0 百万港元，同比增加 19.8 百万港元，增幅为 18%；毛利 5.7 百万港元，同比增加 2.5 百万港元，增幅为 80%。
巴西经营业务	从事在巴西及从巴西到世界各地（中国内地除外）的烟叶采购、加工、销售以及烟叶生产所需的农用物资的采购。截至 2023 年 12 月 31 日止年度，中烟巴西旗下非全资附属公司 CBT 向中国以外地区出口烟叶类产品数量 32396 吨，同比增长 3149 吨，增幅为 11%；营业收入 766.3 百万港元，同比增加 223.1 百万港元，增幅为 41%；毛利 141.0 百万港元，同比增加 27.5 百万港元，增幅为 24%。

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.3 股权结构稳定，核心团队经验丰富

公司股权结构保持稳定。截至 2023 年 12 月，中国烟草总公司和中烟国际集团有限公司是公司的控股股东，持有公司已发行股份的 72.3%。中国烟草总公司是一家全民所有制企业，由国务院全资拥有，旗下拥有或控制着从事中国烟草行业生产、供应、销售及进出口业务的各类工商企业以及其他实体。

图4: 公司股权结构 (截止 2023 年 12 月 24 日)



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

管理团队经验丰富, 具有战略眼光。平均而言, 公司高管团队成员拥有超过 19 年的烟草行业工作经验。董事长邵岩先生在烟草行业有超过 25 年的工作及管理经验, 曾担任云南省烟草专卖局 (公司) 副总经理, 副总经理阎飙先生于 2022 年加入公司, 曾在菲利普莫里斯国际集团公司担任多个管理职位。这些领导人员的专业知识和丰富经验可以为公司带来深远的影响, 并为其提供战略指导和行业内的见解。

表4: 公司核心管理人员简介

姓名	职务	个人履历
邵岩	董事会主席兼非执行董事	曾担任云南省烟草专卖局 (公司) 烟叶处科长、烟叶管理处副处长 (1998-2005 年)、云南省烟草科学研究所所长 (2003-2007 年)、云南省烟草专卖局 (公司) 副总农艺师 (2006-2007 年)、天泽烟草有限责任公司副总经理、总经理 (2007-2010 年前后)、云南省烟草专卖局 (公司) 副总经理 (2009-2015 年), 并于 2016 年 8 月加入公司。自 2018 年 6 月起, 邵岩担任董事会主席兼非执行董事, 中烟国际集团董事长、总经理, 以及中烟国际执行董事、总经理。
代佳辉	执行董事、总经理	曾 1998 年在北京市西城区审计局担任财政金融审计科科员, 2000 年至 2005 年在中国烟草进出口 (集团) 公司担任财务管理部主任科员, 以及在中国卷烟销售公司财务部担任副主任。2006 年至 2012 年间担任 CTPM 国际有限公司财务部经理, 随后在 2012 年至 2023 年期间先后担任中国烟草国际有限公司财务管理部副主任、主任, 中烟国际集团有限公司财务管理部总监和人力资源部总监。自 2023 年 7 月起, 开始担任公司的执行董事和总经理。
王成瑞	执行董事、公司秘书	2013 年至 2016 年担任国家烟草专卖局烟草经济信息中心主任科员。2016 年至 2017 年担任中烟国际企划投资部主任科员, 2017 年至 2018 年担任中烟国际集团战略发展部副经理, 2016 年至 2017 年担任中烟国际企划投资部主任科员, 自 2018 年 12 月起担任公司执行董事, 自 2022 年 6 月起担任公司秘书。
徐增云	执行董事、副总经理	曾先后在中烟英美烟草国际有限公司、中国烟草迪拜瑞世达贸易有限公司、中烟国际中东公司等不同机构担任重要职务, 包括高级品牌经理、副总经理、市场拓展部主任科员等。自 2022 年 9 月起, 担任公司的执行董事及副总经理。
茅紫璐	执行董事	2014 年至 2022 年先后担任中烟国际烟叶运营部主任科员、中烟国际国际贸易部主任科员、中烟国际国际贸易部副调研员。自 2022 年 9 月起担任公司执行董事。
阎飙	副总经理	曾担任菲利普莫里斯亚洲集团有限公司大区战略及项目交付总监、菲利普莫里斯 (中国) 企业管理有限公司公司董事、财务及业务发展总监、菲利普莫

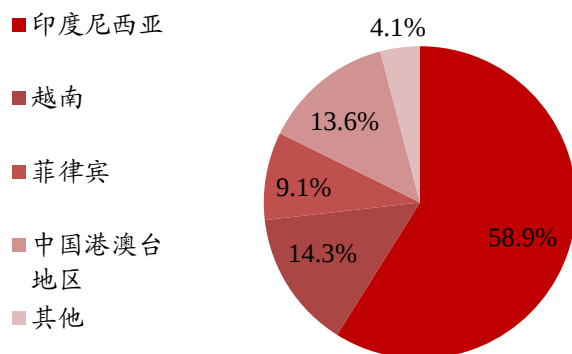
里斯国际管理有限公司财务、业务发展及国际合资公司总监、菲利普莫里斯亚洲集团有限公司大区高级司库等关键职位。在 2003 年至 2006 年期间担任菲利普莫里斯亚洲集团有限公司大区高级司库，在 1999 年至 2003 年担任菲利普莫里斯菲律宾制造有限公司项目总审计师，以及在 1997 年至 1999 年担任奥驰亚集团高级公司审计师，1993 年至 1996 年则担任加拿大 KPMG 高级审计师。自 2023 年 2 月起，开始担任公司副总经理。

资料来源：公司 2023 年度报告，浙商证券研究所

1.4 烟叶制品进出口：以高端烟叶进口为主导，出口辐射东南亚及港澳台需求有望提升

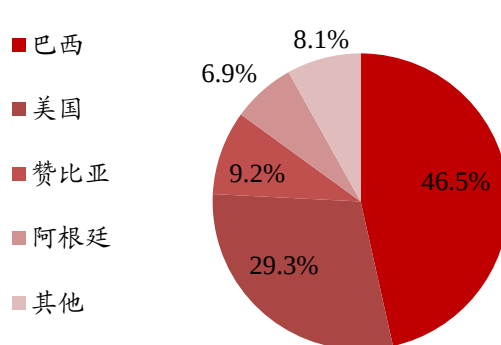
中烟香港拥有烟叶进口和出口的独家经营权（除了受到制裁的地区（比如津巴布韦）之外）在烟叶进口业务方面，中烟香港供应商主要来自海外，而中烟国际是唯一的客户，终端客户则是各省级工业公司。主要的进口国家包括巴西、美国、加拿大、阿根廷和赞比亚等。根据招股书显示，2018 年烟叶进口地区占比为巴西 46.5%，美国 29.3%，赞比亚 9.2%，阿根廷 6.9%。烟叶香气风格的形成受到多种生态因素的影响，其中包括光照、温度、降雨量、土壤和海拔等非生物因子，以及土壤微生物等生物因子。因此烟叶的产地决定其独特风味，不同产地的烟叶具有不同香味特性，由于烟叶风味的不同，各地区对不同种类的烟叶也有进出口需求。烟叶出口客户集中在东南亚国家及港澳台地区。根据招股书显示，2018 年烟叶出口地主要为印度尼西亚、越南、菲律宾、中国港澳台地区（占比分别为 58.9%、14.3%、9.1%和 13.6%）。

图5：2018 年中烟香港烟叶出口地区（%）



资料来源：中烟香港招股书，浙商证券研究所

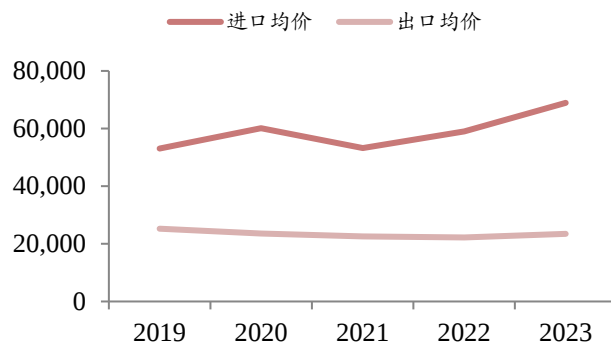
图6：2018 年中烟香港烟叶进口地区（%）



资料来源：中烟香港招股书，浙商证券研究所

烟叶进出口均价差额不断扩大，市场定位存在差异。进口烟叶用于高端产品，出口烟叶质量和均价较低。国内高端卷烟品牌对进口烟叶需求较大，如巴西烟叶的独特品质在国内高端卷烟中配方使用地位较高。2019 年中烟香港烟叶进出口均价差额仅为 27820 港元/吨，到 2023 年中烟香港出口烟叶均价为 23432 港元/吨，而进口烟叶均价 68924 港元/吨。

图7：2019-2023 年中烟香港烟叶进出口均价（单位：港元/吨）



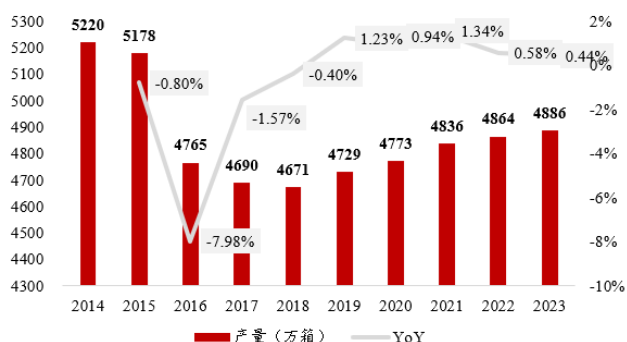
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.4.1 进口端：国内烟草消费升级趋势带动优质烟叶需求提升，进口烟叶业务增长回暖

我国是烟叶生产大国，为何仍需要进口烟叶？1）生产中高端中国品牌卷烟时须采用自海外原产地进口的烟叶类产品方能提升卷烟口感，故中国的烟草行业颇为倚重进口烟叶类产品（尤其是优质烟叶类产品）。2）同时国家烟草专卖局自2016年以来已通过减小烟草种植农场规模及降低采购量，逐步削减烟叶类产品的国内产量。

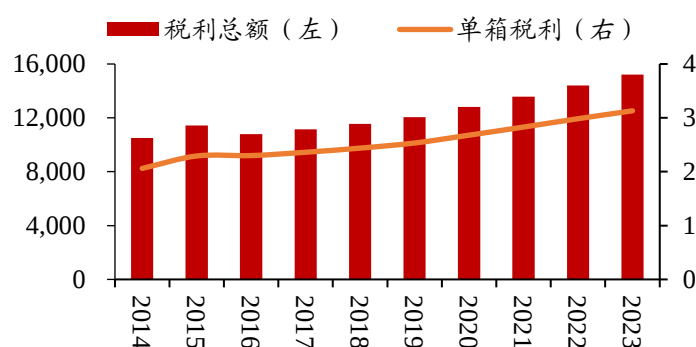
中国烟民数量居全球之首，国内烟草市场规模庞大，增速减缓。据国家卫生健康委发布的《中国吸烟危害健康报告2020》，我国吸烟者人数超过3亿，2018年中国15岁以上人群吸烟率为26.6%。2023年我国卷烟产量约为4886万箱（同比+0.44%），折合约为24427.5亿支，是全球最大的卷烟消费市场。自2015年5月10日起，我国显著提高了卷烟消费税，批发环节的税率从5%增至11%，并对每支卷烟加征0.005元的从量税。同时，国家烟草专卖局调整了卷烟批发及建议零售价格。我国卷烟销量短暂承压，从2016年开始卷烟销量趋于稳定，增速减缓。

图8：近十年年中国卷烟销量、增速（单位：万箱，%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图9：近十年国内烟草税利总额、单箱税利（单位：亿元、万元）



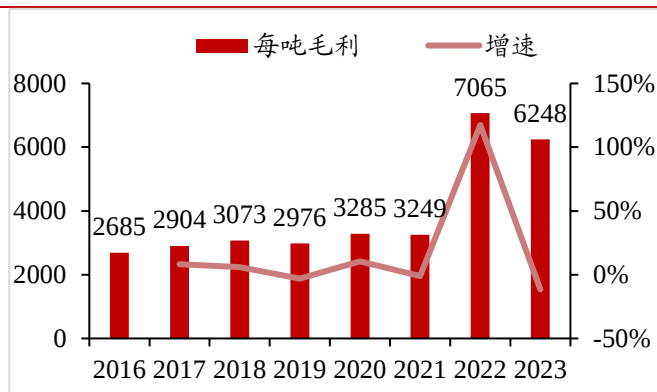
资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

国内传统卷烟结构优化升级趋势带动对全球优质烟叶的进口需求，中烟香港作为中烟集团进口高端烟叶的主要渠道有望持续受益。烟草税利总额及单箱税利近十年温和上升，增速可观，尽管2016年国内烟草业的工商利税和财政贡献较2015年有所下降，但从2017年开始，烟草业逐渐恢复至征收消费税前水平，并呈波动递增趋势逐年走高。烟草单箱税利上升幅度显著快于销量增速，卷烟整体市场价格走高。2015至2020年间，我国卷烟市场中，高、中价烟的零售量占比显著增加。高价烟从2015年的18.7%上升至21.6%，增长

2.9个百分点；中价烟从54.8%上升至61.9%，增长7.1个百分点，卷烟高端化趋势延续。

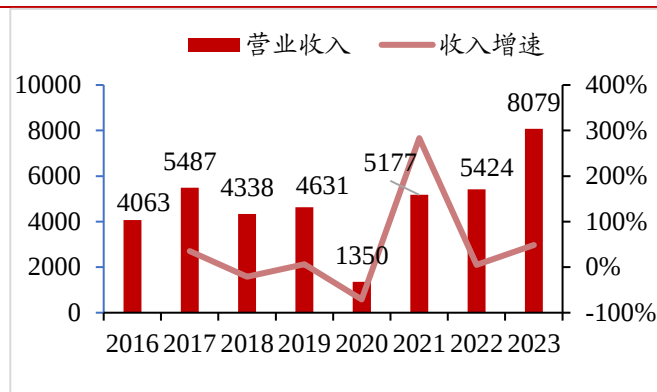
随着居民可支配收入的增加，中国消费者对高端烟草制品需求的不断增长。国内传统卷烟结构优化带来对高端进口烟叶的大量需求，且从中烟香港进口烟叶来看，在2021年全球公共卫生事件导致的供应链问题逐步解决后，其单价水平逐渐提高，销量再创新高，高端进口烟叶需求仍十分强劲。高端烟草需求的增长使得中国烟草生产企业，包括中国烟草总公司下属的实体，对中烟香港作为烟叶进口业务的主要运营实体的依赖性增强，这将有力支撑中烟香港在该业务领域的发展。

图10：2016-2023年烟叶进口每吨毛利及增速（单位：港元，%）



资料来源：公司年报，公司招股书，浙商证券研究所

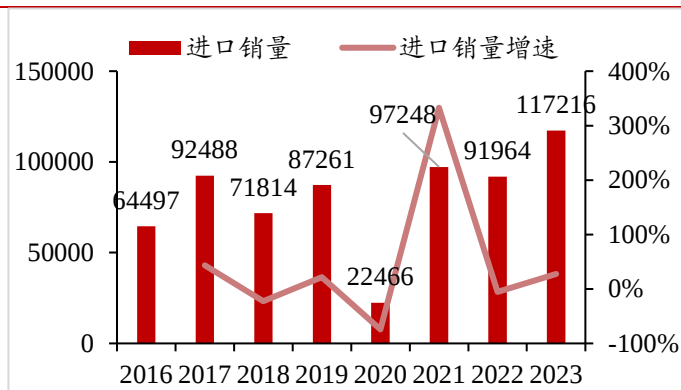
图11：2016-2023年烟叶进口收入及增速（单位：百万港元，%）



资料来源：公司年报，公司招股书，浙商证券研究所

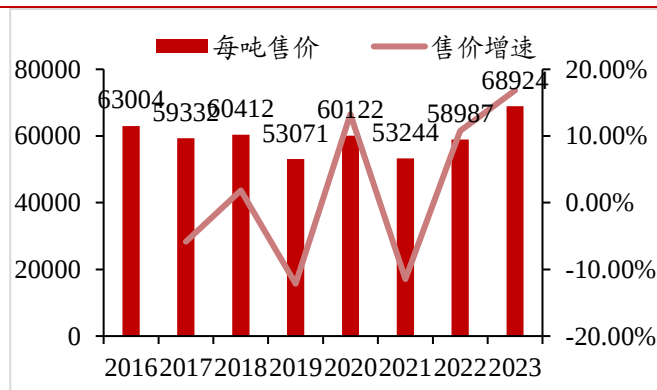
业务持续稳定增长，高利率的巴西烟叶占比提升助推盈利能力继续提高。2020年，由于新冠全球公共卫生事件的影响，烟叶进口收入下降至13.51亿港元，毛利率为5.5%。然而，自2021年起，随着全球公共卫生事件导致的延迟装运问题逐渐解决，进口烟叶类产品的收入开始持续增长，至2023年达到80.79亿港元，毛利率提升至9.1%。2024上半年烟叶类产品进口数量95,521吨，同比增长1,299吨，增幅为1%；营业收入6,802.2百万港元，同比增长354.1百万港元，增幅为5%；2024上半年，受益于巴西毛利率较高的巴西烟叶类产品占比提高，及整体烟叶销售单价较去年波动升高影响，毛利达到744.7百万港元，同比增长22%。

图12：2016-2023年烟叶进口销量及增速（单位：吨，%）



资料来源：中烟香港财报，浙商证券研究所

图13：2016-2023年烟叶进口每吨售价及增速（单位：港元，%）

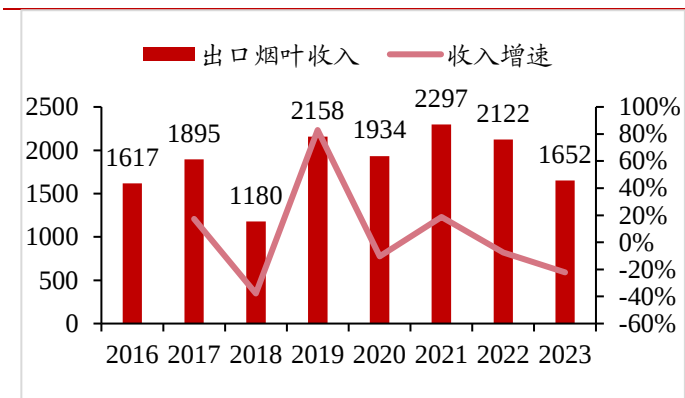


资料来源：中烟香港财报，浙商证券研究所

1.4.2 出口端：烟叶出口主力是国内中低端烟叶制品，客户需求较为稳定。

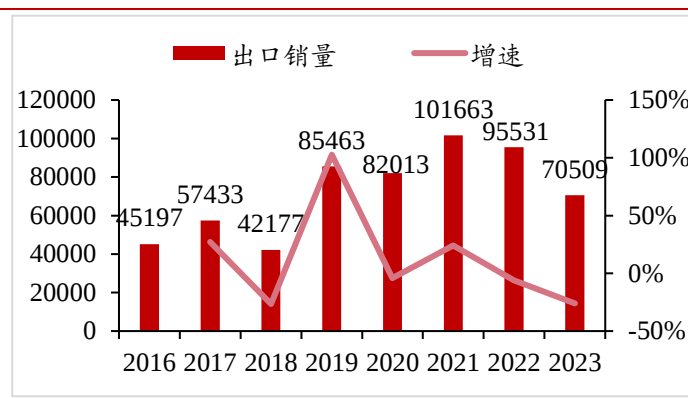
烟叶出口客户集中在东南亚国家及港澳台地区，客户以低端烟叶采购为主。2023 年烟叶出口每吨售价在 23432 港元，较 2023 年烟叶进口售价 68924 元有较大差距，因其出口地多为东南亚国家，客户需求多为国内低端烟叶产品。2021 年，该业务实现营收 22.97 亿港元，但随后逐年下降，至 2023 年收入为 16.52 亿港元，销量也于 2021 年高点下滑至 2023 年的 70,509 吨。根据 2023 年公司年报显示，业绩下降的原因主要是现有适销烟叶货源有所减少，并且东南亚地区因卷烟税持续上调和控烟措施趋严等原因，卷烟生产商对烟叶的采购需求减少。中烟香港出口烟叶均价均大幅低于进口均价，主要因为烟叶原料主要出口地东南亚等国还处于经济发展中阶段，国民消费水平较低，其烟草制品的产品结构中，高端产品占比不足，对中低端的烟叶原料存在需求。尽管收入有所下降，但根据与客户签订的销售协议，毛利率保持相对稳定，大约维持在 2.6% 左右。

图14： 2016-2023 年烟叶出口收入及增速（单位：百万港元，%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

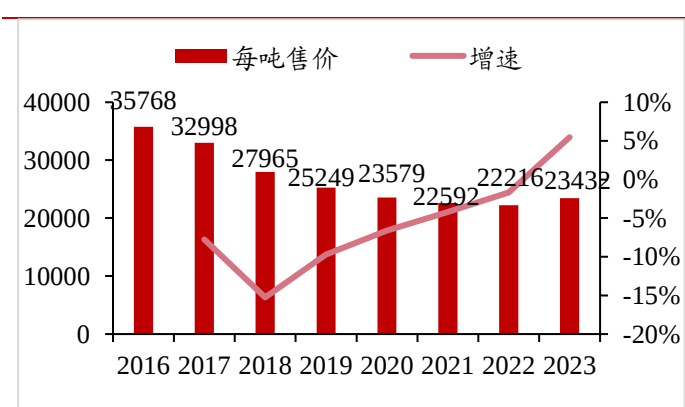
图15： 2016-2023 年烟叶出口销量及增速（单位：吨，%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

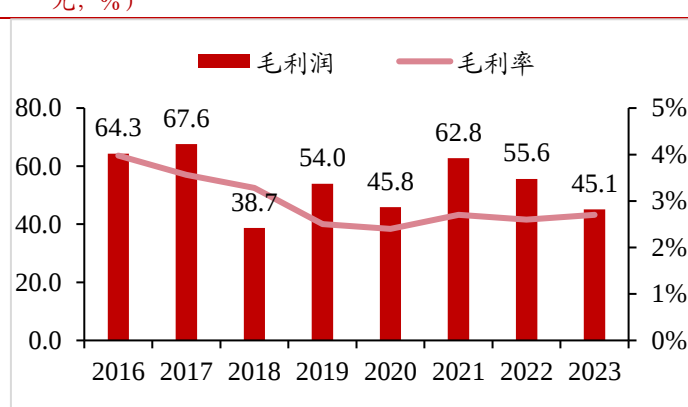
公司持续优化销售渠道，积极开拓欧洲市场业务。因欧洲地区不属于中烟香港获联交所无期限无上限豁免的烟叶类产品出口业务的采购交易的独家经营区域（东南亚及港澳台地区），为发掘潜在客户，开辟新的烟叶业务增长点，中烟香港于 2023 年 8 月与中国烟草进出口有限公司签订为期三年的烟叶产品出口框架协议，将采购其烟叶产品销往欧洲，但目前该业务规模较小，未来有望贡献增量。

图16： 2016-2023 年烟叶出口每吨售价及增速（单位：港元，%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图17： 2016-2023 年烟叶出口毛利、毛利率（单位：百万港元，%）

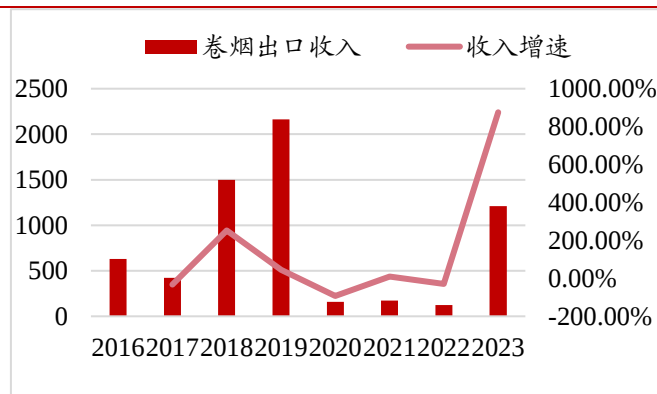


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.5 卷烟出口：全球公共卫生事件期间收入回落，未来有望持续增长

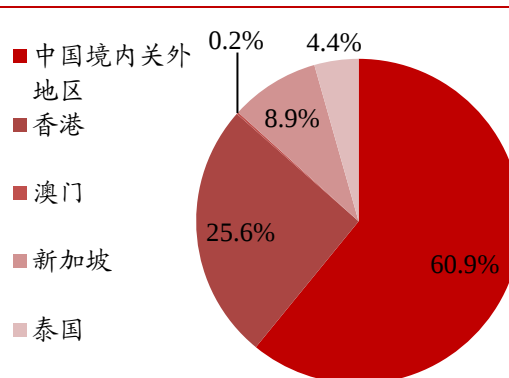
卷烟出口业务主要覆盖境内关外免税渠道，业绩受出境人数波动影响大。2023 年卷烟出口业务收入达到 1209 百万港元，2020-2023 年本业务收入 CAGR 为 97.06%，2023 年在营业收入中占比 10%。中烟香港拥有向两国三地（泰国、新加坡、香港、澳门的免税市场及境内关外地区）独家销售中烟旗下品牌卷烟的业务。公司向中烟集团进出口公司及工业公司签订采购协议，向中烟各省级公司采购卷烟后，公司不直接参与卷烟终端销售，而是通过直营（直接与免税店签订销售协议）或批发两种渠道（与批发商签订销售协议，经由批发商售往免税店）在免税店进行售卖。因经营区域内免税店免征关税、增值税和消费税，价格低于国内一般渠道价格，对消费者具有吸引力。根据招股书，2018 年卷烟分地区占比来看，中国境内关外地区及中国香港地区业务占比达 87%，分渠道看，直接销售到免税店的收入占比达到 55%。

图18：2016-2023 年卷烟收入、增速（单位：百万港元、%）



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图19：2018 年中烟香港卷烟出口地区分布占比（%）

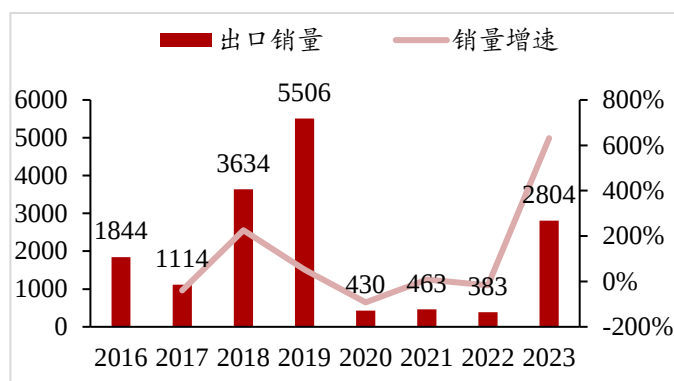


资料来源：公司招股书，浙商证券研究所

长期来看，卷烟出口有望持续受益于“一带一路”建设，烟草国际化进程加快。在当前贸易全球化、区域经济一体化的国际环境下，我国烟草产业对国际市场的重视程度不断提高。根据《2020 中国烟草年鉴》，中烟集团下属公司加快拓展国际业务，紧跟国家“一带一路”倡议，其中江苏中烟截至 2019 年底，卷烟出口国家（地区）已达 27 个。2023 年中国烟草及其制品出口额达到 91.73 亿美元，同比增长 22.2%。其中，卷烟出口金额达 2.80 亿美元，同比增长 106.47%。作为中国烟草总公司指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家运营实体，中烟香港有望充分受益于我国烟草国际贸易的持续发展。

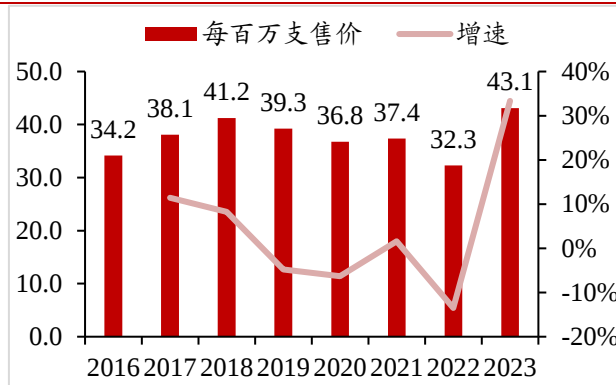
短期来看，全球公共卫生事件后出境人口增长将推动业务持续回暖。境内关外地区及香港免税店目前是业务收入主要来源，根据弗若斯特沙利文报告，中国品牌免税店卷烟超过 90%销售来自中国出境游客。受全球公共卫生事件影响，卷烟出口业务在 2020-2022 年收入不佳，从 2023 年开始受益于出境游快速回暖，经营区域免税店消费游客增加，业务快速恢复，推动销量大幅增长。2023 年内地居民出入境人次达到 2.06 亿次，同比上升 219%，2023 年卷烟出口销量达到 2804 百万支，销量同比增长 632%。2024 年上半年内地居民出入境人次达到 1.37 亿次，同比上升 71%，未来卷烟出口业务有望持续受益。

图20: 2016-2023年中烟香港出口卷烟销量及增速(单位:百万支、%)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

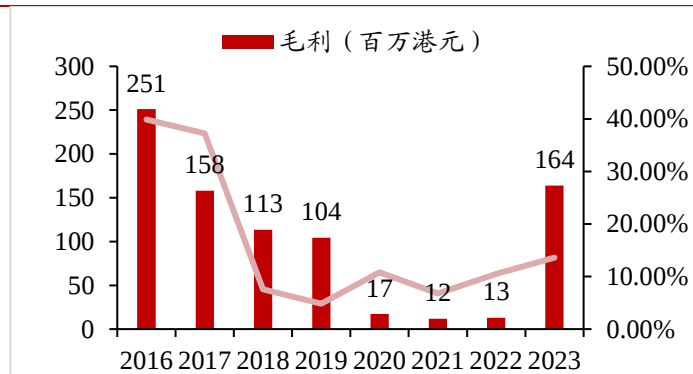
图21: 2016-2023年卷烟出口售价、增速(万元、%)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

公司积极进行产品组合优化, 引入高端雪茄产品, 提升自营业务比重, 积极拓宽销售渠道, 盈利能力有望持续提升。近年来国产雪茄品牌蓬勃发展迎来黄金期, 尤其是四川中烟旗下的高端手工雪茄产品广受欢迎, 2022年国内市场份额高达65%。中烟香港抓住机遇, 于2023年12月公司引入“长城”雪茄品牌, 在香港有税市场进行投放。长城雪茄是中国雪茄领军品牌, 2023年手工雪茄国内市场份额近50%, 其中高端手工雪茄国内市场份额近70%, 在国内拥有良好口碑和广泛市场影响力。为进一步拓展雪茄业务和拓宽海外发展空间, 2024年4月, 公司与四川中烟订立《“长城”雪茄战略合作备忘录》, 据此开展长期战略合作。7月19日, 公司与四川中烟签署长城雪茄在3个境外市场的独家经销协议, 合作继续深化。公司积极拓展销售渠道, 2024年中烟香港通过订立协议, 中烟香港初步拓展了其于指定经营区域外的出口卷烟业务, 提升了市场覆盖率。此外, 公司通过提升自营业务比重, 实现卷烟出口销量收入量价齐增, 2024上半年通过卷烟出口销量达到1106百万支, 同比增速96%, 收入超过547.3百万港元, 同比增幅为128%, 毛利润达到121.5百万港元, 同比增幅223%。2023年每百万支售价达到43.1万元, 同比提升33%, 盈利能力持续提升。经营区域的拓宽, 自营业务比重持续提高, 以及国产高端雪茄出海有望推动公司卷烟出口需求及毛利率进一步增长。

图22: 2016-2023年卷烟出口毛利、毛利率(单位:百万港元、%)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图23: 长城雪茄



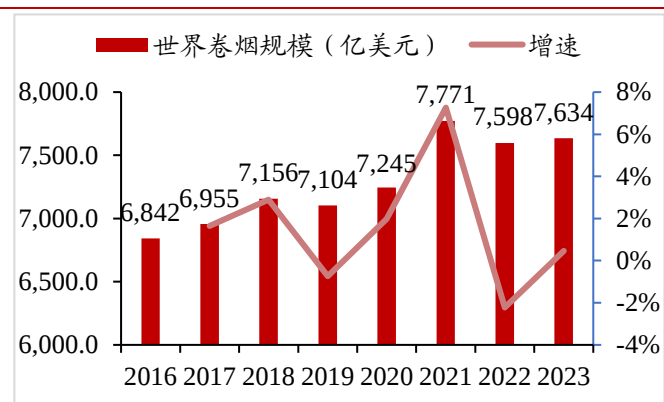
资料来源: 烟草在线, 浙商证券研究所

1.6 新型烟草制品出口：新型烟草发展迅速，国产 HNB 出口持续高增

1.6.1 全球传统烟草监管趋严，新型烟草发展可期

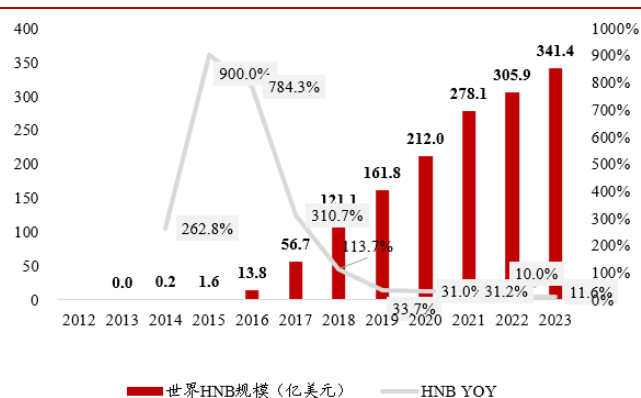
全球控烟减害趋势加速，新型烟草份额不断提升。在全球范围内，随着烟草控制措施的日益严格以及消费者对健康问题的关注加深，各国政府通过税收和价格调控手段有效地抑制了吸烟行为，致使传统卷烟的销售量呈现持续下滑趋势。在这一宏观背景下，加热不燃烧烟草制品（HNB）作为一种创新的烟草产品形态，正逐渐获得市场的认可与接纳。据统计数据显示，自 2016 年至 2023 年间，全球新型烟草市场规模实现了稳步扩张，至 2023 年已攀升至 821 亿美元。HNB 作为新型烟草中三大门类之一，在使用体验上与传统卷烟最为接近，且危害较轻，利于传统烟民向其转化。2023 年 HNB 市场规模达到 341 亿美元，2018-2023 年 HNB 市场规模 CAGR 达 23%，而同时期全球卷烟市场规模 CAGR 仅为 1.30%，新型烟草增长势头仍较为迅猛。

图24：全球卷烟规模及增速（亿美元，%）



资料来源：世界烟草发展，浙商证券研究所

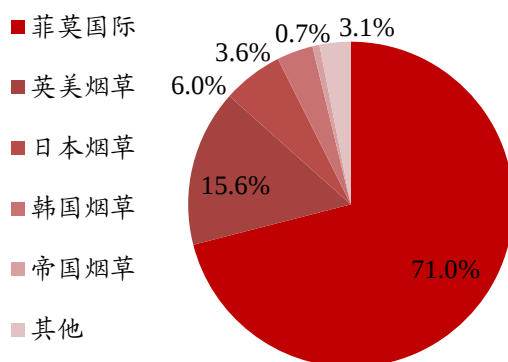
图25：全球 HNB 市场规模及增速（亿美元，%）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

国际烟草巨头提前抢占新型烟草赛道，先发优势明显，市场集中度高。在国际市场上，新型烟草领域主要由四大烟草巨头所主导，2023 年菲莫国际和英美烟草各占据全球 HNB 市场份额的 71%、15.6%，市场集中度高。菲莫国际（Philip Morris International, PMI）与英美烟草公司（British American Tobacco, BAT）作为行业翘楚，已明确制定了向新型烟草业务转型的战略规划。菲莫国际自 2011 年起便开始布局新型烟草市场，并于 2014 年在日本及意大利成功推出首款 IQOS 加热不燃烧设备。该公司不仅积极构建多元化产品矩阵，更依托其五大研发平台，在加热不燃烧、雾化技术、尼古丁袋等多个新型烟草细分领域进行深度布局。通过不断的产品迭代与创新，菲莫国际相继推出了 IQOS DUO、IQOS ILUMA 等一系列多样化产品，旨在满足不同消费群体的需求。另一方面，英美烟草在加热不燃烧技术方向上均展现出强大的研发实力，推出了名为“QUEST”的战略研发项目，集结了超过 150 名专业研发人员，致力于实现新型烟草产品的成本优化与效率提升。

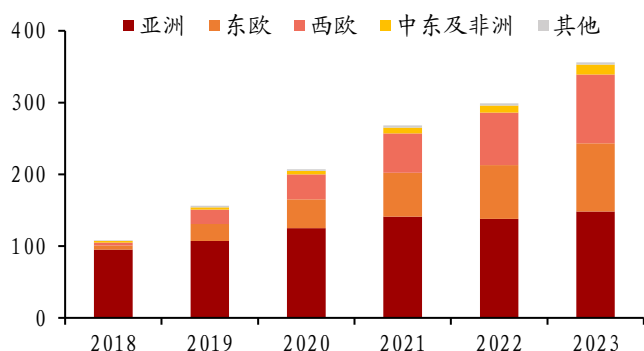
图26: 全球 2023 年 HNB 各地区市场份额占比 (%)



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

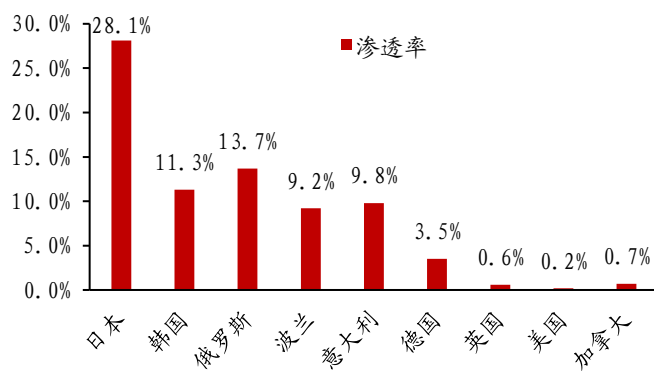
HNB 有关监管有望更加严格和明晰, 市场规模增速加快, 预计将持续受益于烟草减害趋势。目前 HNB 的主要市场为亚洲和欧洲地区, 其中日韩是 HNB 销量最高的地区, 占据全球 HNB 销量的一半左右, 新兴市场小基数下增速加快, 中东及非洲份额正在扩大, 未来有望成为新增长点。渗透率方面来看, 日本 HNB 烟草在 2021 年已达到 28.1%, 大幅领先其他国家。各国对 HNB 产品监管态度存在较大不同, 而日本宽松的法律环境为加热不燃烧制品提供了发展机遇, 这是其迅速成长为当前世界最大的加热不燃烧产品市场的主要原因; 美国对加热不燃烧烟草监管较严格, 产品上市需通过 FDA 审核, 故目前 HNB 市场份额非常有限。目前全球各地对新型烟草的监管标准差别较大, 且仍在动态变化, 不过总体趋向于更加严格, 法规更加明确。在烟草减害的大趋势下, 预计新型烟草市场规模有望进一步扩大。

图27: 全球 HNB 各地区市场份额 (亿美元)



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图28: 2021 年部分国家 HNB 市场渗透率对比 (%)



资料来源: 华经情报网, 浙商证券研究所

1.6.2 中国烟草积极布局, 加热不燃烧烟草制品的出口市场前景广阔

国内 HNB 产品研发进度提速, 国际竞争力逐步提高。当前, 国内市场上的电子烟产品主要以电子雾化烟为主, 而 HNB 产品的市场渗透率极低。鉴于 HNB 产品通过低温加热烟草, 实质上包含烟草成分, 因此受到《烟草专卖法》的严格监管, 并归属于中国烟草总公司的统一采购和销售管理体系。国内多个省级烟草公司已相继研发并生产 HNB 产品, 主要面向海外市场销售。四川中烟、云南中烟、湖北中烟、广东中烟及安徽中烟等公司在 HNB 领域的研发和市场拓展方面表现尤为突出。截至 2018 年, 中国企业已提交了 1,391 项

与加热不燃烧产品制造相关的技术专利申请。众多国际贸易公司对中国加热不燃烧烟草制品表现出浓厚兴趣，并积极将其引入海外市场，这些产品在国际市场上已显示出较强的竞争力。随着全球加热不燃烧烟草制品市场的迅速扩张，中国产品的出口前景十分乐观。

表5: 中国加热不燃烧烟草制品

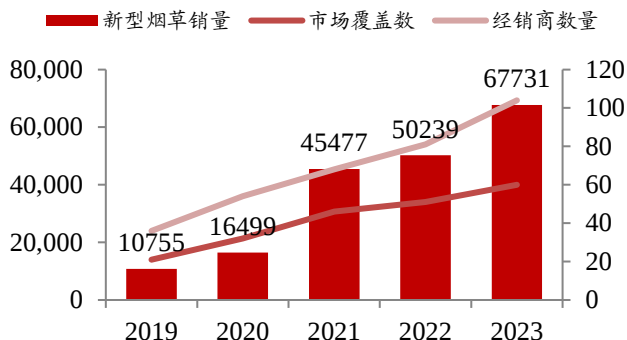
公司	产品名称	主要特点
四川中烟	宽窄系列	宽窄子弹头:烟分为四段,短节过滤嘴、保温纸芯、中空纸芯,被加热烟叶薄片;烟气饱满、有独特的香味、对喉咙有一定的刮擦感、不刺激肺部、吸食六七口后烟气变淡。
安徽中烟	“TOOP-ZERO”	采取“磁粒均热”技术,实现烟均匀受热。加热温度和加热位置均可控,解决前后段抽吸差异大、烟气有害成分来源复杂的问题,提升了烟草制品抽吸质量,降低了烟草制品危害性。
云南中烟	Webacco	充电盒和烟杆的充电结合方式采用磁铁,故障率较低,还更好地满足了续航能力和连续抽吸的问题。
	烟具 VIPN、烟支 Ashima Lulu	VIPN 主要采用环形加热的方式, Ashima Lulu 有原味、薄荷、香橙、冰爽四种口味。
湖北中烟	MOK	包括加热设备 MOK 和专属烟支 COO, COO 采用无序状配方烟丝技术、特色缓释香料技术。提高了口感。
	MOK Mini	
广东中烟	MU+、ING	采用配方烟丝发烟介质,解决了发言介质来源单一的问题,提升了口感的稳定性。
黑龙江中烟	LOPATO	独立烟仓设计,超长续航,充满电可连续抽约 20 支烟弹。

资料来源: 中国香烟网, 烟草在线, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

中烟香港专注于新型烟草产品出口，与 HNB 高速发展共同成长。 鉴于新型烟草制品正逐渐成为全球烟草行业的主流趋势，公司积极拓展国际市场渠道和增强客户关系，以把握新兴市场的增长机会和深化关键市场的渗透。自 2019 年至 2023 年，新型烟草制品的全球销量持续增长，总量达到 677,310,000 支，年均复合增长率高达 60%。同时，市场覆盖范围和经销商网络也在稳步扩张，至 2023 年，市场覆盖数增至 60 个，经销商数量达到 104 家，显示出良好的发展态势。

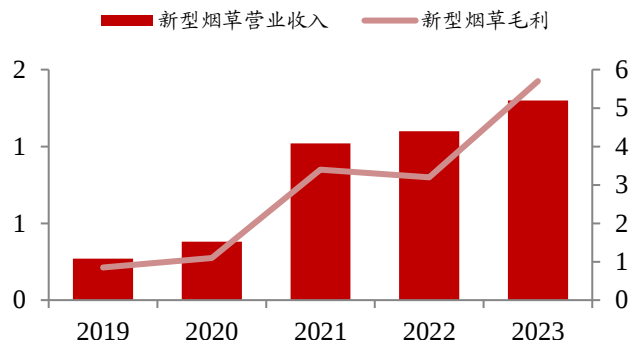
HNB 业务和盈利水平增长显著，收入占比提升，未来发展空间大。 中烟香港通过强化生产、供应与销售的协同效应，根据市场需求的变化，研发具有竞争力的产品，并优化业务结构，从而推动毛利率的提升。作为中烟 HNB 海外业务的独家运营商，在当前各大烟草公司加速布局加热不燃烧烟草制品的背景下，本公司积极从新型烟草制品制造商处采购 HNB 产品，并向批发商和零售商进行销售。截至 2023 年，公司新型烟草业务的营业收入达到 1.3 亿港元，同比增长 18%，毛利润为 571 万港元，同比增长 80%，实现了显著的业务增长和盈利提升。

图29: 2019-2023年中烟香港新型烟草销量(左,单位:万支)、市场覆盖数、经销商数量(右,单位:个)



资料来源: 年度业绩报告, 浙商证券研究所

图30: 2019-2023年中烟香港新型烟草出口收入(左,单位:亿港元)及毛利(右,单位:百万港元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

2 资本运作助力海外版图扩张, 产业链整合加速

2.1 并购扩张: 烟草国际化巨头的必经之路

回顾历史, 海外烟草巨头资本运作扩张之路值得借鉴。海外烟草巨头通过上世纪 90 年代开始的全球性兼并和重组, 成功实现了品牌扩张和市场份额的增长, 这一战略为中烟香港发展提供了重要的借鉴。近百年来, 跨国并购一直是烟草产业重组和整合的重要推动力, 帮助烟草企业实现了从小到大的规模扩张、从区域到全球的市场拓展、品牌影响力的增强以及产品和业务范围的多元化。这一过程中, 行业集中度不断提升, 形成了寡头垄断的市场格局。以日本烟草为例, 1985 年日本取消烟草专卖制度后, 面对国内市场的激烈竞争, 日本烟草通过跨国并购策略, 快速建立起国际生产和营销网络, 最终成为世界第三大烟草公司。

全球跨国烟草公司的发展历程表明, 并购与重组是其品牌和市场份额增长的关键策略, 这为中国烟草的国际化提供了参考。中国烟草集团, 尤其是中烟香港, 作为其海外并购和扩张的主要实体, 承载着通过海外并购来突破地区保护制度、扩大销售版图的重要任务。

表6: 菲莫国际收并购大事件

时间	收并购事件
1978	收购利吉特集团 (Liggett Group) 的国际卷烟业务, 获得了“蓝星”“切斯特菲尔德”“云雀”的海外销售权。
1992	收购捷克最大卷烟厂 Tabak。
1993	控股俄罗斯卷烟厂 Krasnodar Tobacco Factory。
1995	控股波兰最大烟草企业 Zakłady Przemysłu Tytoniowego Krakowie (ZPTK)。
1998	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	52 亿美元收购印度尼西亚 Sampoerna 公司 40% 的股份。
2008	20 亿美元收购加拿大 Rothmans Inc. 烟草公司。
2010	收购菲律宾福川烟草公司 (Fortune)。
2014	1 亿美元收购英国电子烟企业 Nicocigs Limited。
2021	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: 东方烟草网, 浙商证券研究所

表7: 英美烟草收并购大事件

时间	收并购事件
1927	收购布朗·威廉姆森公司，进入美国市场。
1977	收购罗瑞拉德烟草公司的国际业务，获得 Kent 品牌国际销售权。
1994	10 亿美元收购美国烟草公司，获得全球旗舰品牌“好彩”“波迈”等。
1999	76 亿美元收购英国乐富门国际公司。
2000	107 亿加元收购加拿大 Imasco 烟草公司。
2003	23.2 亿欧元收购意大利国家烟草公司 Ente Tabacchi Italiani。
2004	在美国的全资子公司布朗·威廉姆森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	17.2 亿美元收购土耳其国家烟草公司 Tekel。
2008	21 亿英镑收购丹麦斯堪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	收购英国电子烟企业 CN Creative。
2017	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，吸收了雷诺美国旗下的“骆驼”“新港”等卷烟品牌的美 国业务和电子烟品牌 Vuse。
2021	1.8 亿英镑收购大麻生产商 Organigram 20% 的股份。

资料来源：东方烟草网，浙商证券研究所

2.2 收购中烟巴西：外延拓展有力推进，产业整合由虚向实

2.2.1 收并购顺应战略实体化转型趋势

烟草行业出现大型烟草公司收购并建立直接上游烟草供应渠道以确保烟草供应、促进纵向整合、减少依赖烟草商的趋势。一方面，中烟香港有意减低其对 CNTC 集团的依赖，并减低与控股股东的关联交易数量、加强本公司的独立性及竞争力，公司有意寻求产业链纵向整合和实体化转型。另一方面，中烟香港作为资本市场营运及国际业务扩展的指定离岸平台，通过收购事项能够整合 CNTC 集团的海外资源，包括标的集团的烟草供应资源、覆盖新地域市场。

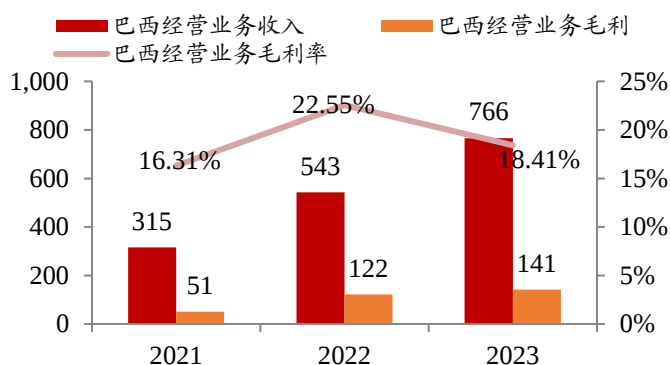
2.2.2 中烟巴西成为新增长点

收购中烟巴西开启产业整合进程。2021 年 9 月 23 日中烟香港宣布与中烟国际集团有限公司签订一项配额购买协议，根据该协议，中烟香港同意有条件地收购卖方在巴西的投资控股公司的所有已发行及未发行配额。该投资控股公司的核心资产为 CBT 公司，其业务范围包括烟叶的采购、加工、销售及出口，以及与烟草生产相关的农业物资销售。此次收购的总金额为 6340 万美元，折合约 4.945 亿港元。收购后，巴西业务合并进入中烟香港报表。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。

中烟巴西收入稳步增长，盈利能力强，业务增长潜力高。至 2023 年，巴西业务的营业收入达到 7.66 亿港元，2021-2023 年 CAGR 为 56%，毛利润为 1.41 亿港元，2021-2023 年 CAGR 为 66%，2023 年巴西业务收入占公司总收入的比例为 6.47%，显示出其业务的重要性和增长潜力。业绩增长主要由：(1) 货物发运节奏影响令毛利水平较高的烟叶副产品销量同比呈现较大幅度增长；(2) 向中国以外地区销售的成品片烟价格涨幅大于成本涨幅，促使毛利水平提升。

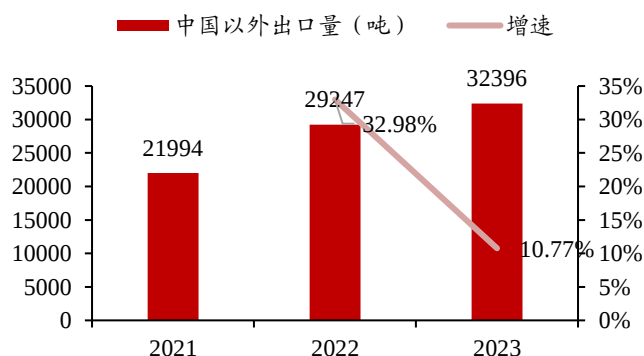
收购中烟巴西打响对外资本运作第一枪，国际竞争力逐步提高。此次收购对中烟香港具有深远的影响，在“资本运作平台建设及创新业务发展”的战略方向下，中烟巴西不仅提供了进入巴西市场的机会，扩大了其在国际烟草业务中的影响力，而且通过加强产业整合和资源优化配置，增强了公司的整体竞争力。此外，收购还丰富了公司的业务组合，使其能够涉足烟草产业链的多个环节。通过资源整合和市场扩张，中烟香港有望在国际烟草市场中提升其竞争力，进一步优化其产业链结构，降低对 CNTC 的依赖，提高运营效率。

图31: 巴西经营业务收入、毛利和毛利率 (单位: 百万港元, %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图32: 巴西业务出口量及增速 (单位: 吨, %)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3 盈利预测与估值

3.1 核心假设与收入预测

1) 烟叶进口业务: 考虑国内中高端卷烟需求保持增长态势, 且国内烟叶种植面积无扩张趋势, 预计 2024-2026 年烟叶进口业务销量每年保持低个位数增速, 单价方面我们预计巴西进口烟叶占比提升带动整体售价提升, 预计保持约 2-4% 的年均增长。综合来看烟叶进口业务收入 24-26 年预计分别同比+5%/+6%/+6%。

2) 烟叶出口业务: 东南亚等新兴市场烟民消费需求增加的背景下, 对我国中档烟叶需求量有望保持较快增长, 预计烟叶出口业务 24-26 年销量年均增长 10%, 单价分别增长 12%/4%/2%, 综合烟叶出口业务收入 24-26 年分别同比增长 23%/14%/12%。

3) 卷烟出口业务: 伴随产品推新 (如茶基产品、高端雪茄), 以及出入境游客人次修复, 有望保持 2-3 年的快速修复, 预计 24-26 年分别同比增长 40%/25%/12%。

4) 新型烟草制品出口业务: 中烟旗下 HNB 产品技术与口感逐渐成熟, 伴随新的海外经销商开拓有望销往更多目标市场, 且目前基数较小, 预计 24-26 年分别同比增长 26%/46%/46%。

5) 巴西业务: 非中国区出口量有望保持快速增长, 预计销量 24-26 年分别+35%/20%/20%, 单价分别+5%/2%/2%, 收入同比增长 42%/22%/22%。

表8: 中烟香港收入预测

百万港元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6312.02	7807.02	7032.72	8976.95	3481.77	8064.15	8324.33	11836.22	13465.27	15011.92	16507.26
YOY		23.7%	-9.9%	27.6%	-61.2%	131.4%	3.2%	42.2%	13.8%	11.5%	10.0%
营业成本	5821.51	7312.54	6659.76	8558.11	3343.08	7618.89	7480.27	10747.90	12049.99	13387.56	14671.27
YOY		25.6%	-8.9%	28.5%	-60.9%	127.9%	-1.8%	43.7%	12.1%	11.1%	9.6%
毛利率	7.8%	6.3%	5.3%	4.7%	4.0%	5.5%	10.1%	9.2%	10.5%	10.8%	11.1%
按业务拆分预测											
烟叶类产品进口业务											
收入	4064	5488	4338	4631	1351	5178	5425	8079	8488	9004	9551
yoy		35%	-21%	7%	-71%	283%	5%	49%	5.1%	6.1%	6.1%
成本	3890	5219	4118	4371	1277	4862	4775	7347	7554	7995	8472
收入占比	64%	70%	62%	52%	39%	64%	65%	68%	2.8%	5.8%	6.0%
销量(吨)	64497	92488	71814	87261	22466	97248	91964	117216	119560	124343	129316
yoy		43%	-22%	22%	-74%	333%	-5%	27%	2%	4%	4%
均价(港元/吨)	63011	59337	60406	53071	60135	53245	58990	68924	70992	72412	73860
yoy		-6%	2%	-12%	13%	-11%	11%	17%	3%	2%	2%
毛利率	4.3%	4.9%	5.1%	5.6%	5.5%	6.1%	12.0%	9.1%	11.0%	11.2%	11.30%
烟叶类产品出口业务											
收入	1617	1895	1179	2158	1934	2297	2122	1652	2035	2328	2612
yoy		17%	-38%	83%	-10%	19%	-8%	-22%	23.2%	14.4%	12.2%
成本	1552	1828	1141	2104	1888	2234	2067	1607	1970	2254	2529
收入占比	26%	24%	17%	24%	56%	28%	25%	14%	22.6%	14.4%	12.2%
销量(吨)	45197	57433	42177	85463	82013	101663	95531	70509	77560	85316	93847
yoy		27%	-27%	103%	-4%	24%	-6%	-26%	10%	10%	10%
均价(港元/吨)	35777	32995	27954	25251	23582	22594	22213	23430	26241	27291	27837
yoy		-8%	-15%	-10%	-7%	-4%	-2%	5%	12%	4%	2%
毛利率	4.0%	3.6%	3.3%	2.5%	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%	3.2%	3.2%	3.20%
卷烟出口业务											
收入	630	424	1498	2161	158	173	124	1209	1693	2112	2370
yoy		-33%	253%	44%	-93%	9%	-28%	875%	40.0%	24.8%	12.2%
成本	379	266	1385	2057	141	161	111	1045	1447	1796	1991
收入占比	10%	5%	21%	24%	5%	2%	1%	10%	38.5%	24.1%	10.9%
销量(百万支)	1844	1114	3634.1	5505.8	429.9	463.5	383.3	2803.9	3505	4206	4626
yoy		-40%	226%	52%	-92%	8%	-17%	632%	25%	20%	10%
均价(港元/支)	0.34	0.38	0.41	0.39	0.37	0.37	0.32	0.43	0.48	0.50	0.51
yoy		11%	8%	-5%	-6%	2%	-13%	33%	12%	4%	2%
毛利率	39.9%	37.3%	7.6%	4.8%	10.9%	6.8%	10.5%	13.6%	14.5%	15.0%	16.00%
新型烟草制品出口业务											
收入			17	27	38	102	110	130	164	238	347
yoy				59%	41%	168%	8%	18%	26.0%	45.5%	45.5%
成本			17	26	37	98	107	124	156	226	329
收入占比					1%	1%	1%	1%	25.5%	45.5%	45.5%
经销商数量(个)				36	54	68	81	104	146	218	328
yoy					50%	26%	19%	28%	40%	50%	50%
单个经销商提货额(万港元)				75	70	150	136	125	113	109	106
yoy					-6%	113%	-9%	-8%	-10%	-3%	-3%
毛利率				3.2%	2.7%	3.4%	2.9%	4.4%	5.0%	5.0%	5.0%
来自巴西的其他业务											
收入						315	543	766	1086	1329	1627
yoy							72%	41%	41.8%	22.4%	22.4%
成本						263	421	625	923	1116	1350
收入占比						4%	7%	6%	47.7%	21.0%	20.9%
销量(吨)						21994	29247	32396	43735	52482	62978
yoy							33%	11%	35%	20%	20%
均价(港元/吨)						14322	18566	23645	24827	25324	25830
yoy							30%	27%	5%	2%	2%
毛利率						16.3%	22.6%	18.4%	15.0%	16.0%	17.00%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.2 盈利预测与估值

综合来看, 烟叶进口业务预期稳中有增、出口业务受益于东南亚需求量提升, 卷烟出口业务受益于产品结构优化和出入境旅游修复, 新型烟草出口业务潜力十足, 巴西业务持续开拓, 公司作为中烟旗下国际业务平台, 在后续产业整合中持续扮演重要角色。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 135 亿、150 亿、165 亿港元, 同比增速分别为 14%、11%、10%, 归母净利润 8.02 亿、9.16 亿、10.42 亿港元, 同比增速分别为 34%、14%、14%, 对应 PE 分别为 21.47X、18.80X、16.53X, 考虑公司稀缺性凸显, 且各业务的成长曲线向好, 首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

烟叶成本大幅提升：公司主要业务为烟叶进出口业务，若在采购烟叶的成本发生大幅上行时，可能对进口业务的毛利率产生不利影响。

依赖专卖制度风险：中烟香港的经营依赖国家烟草专卖制度，一旦这一机制发生变化，将对公司的业务经营产生重大不利影响。

全球控烟运动影响：全球控烟运动可能导致公司业绩下滑，全球对烟叶类产品进口需求减少，吸烟人数下降。

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,214	6,858	8,001	9,283	营业收入	11,836	13,465	15,012	16,507
现金	571	975	1,568	2,317	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	516	598	667	734	营业成本	10,748	12,050	13,388	14,671
存货	2,974	3,012	3,347	3,668	其他收入-经营	91	67	75	83
其他	2,153	2,272	2,419	2,565	行政费用及其他营业费用	153	135	150	165
非流动资产	527	569	679	789	研发费用	0	0	0	0
固定资产	34	134	234	334	财务费用	26	189	225	248
无形资产	353	363	373	383	除税前溢利	859	1,159	1,324	1,506
其他	139	72	72	72	所得税	167	232	265	301
资产总计	6,740	7,427	8,680	10,072	净利润	692	928	1,059	1,205
流动负债	3,998	4,062	4,238	4,408	少数股东损益	94	125	143	163
短期借款	2,480	2,480	2,480	2,480	归属母公司净利润	599	802	916	1,042
应付账款及票据	1,233	1,339	1,488	1,630					
其他	285	242	270	297	EBIT	915	1,159	1,324	1,506
非流动负债	47	50	50	50	EBITDA	966	1,269	1,434	1,616
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	0.87	1.16	1.32	1.51
其他	47	50	50	50					
负债合计	4,045	4,111	4,288	4,457					
普通股股本	1,404	1,404	1,404	1,404	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
储备	1,211	1,706	2,640	3,700	成长能力				
归属母公司股东权益	2,494	2,989	3,923	4,983	营业收入	42.19%	13.76%	11.49%	9.96%
少数股东权益	202	327	470	632	归属母公司净利润	59.71%	34.00%	14.20%	13.72%
股东权益合计	2,695	3,316	4,393	5,615	获利能力				
负债和股东权益	6,740	7,427	8,680	10,072	毛利率	9.19%	10.51%	10.82%	11.12%
					销售净利率	5.06%	5.96%	6.10%	6.31%
					ROE	24.01%	26.85%	23.36%	20.91%
					ROIC	14.24%	16.00%	15.41%	14.88%
现金流量表(百万港元)	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	518	962	895	1,051	资产负债率	60.01%	55.36%	49.40%	44.25%
净利润	599	802	916	1,042	净负债比率	70.85%	45.41%	20.77%	2.91%
少数股东权益	94	125	143	163	流动比率	1.55	1.69	1.89	2.11
折旧摊销	51	110	110	110	速动比率	0.81	0.95	1.10	1.27
营运资金变动及其他	(226)	(76)	(274)	(263)	营运能力				
投资活动现金流	(1,699)	(250)	(320)	(320)	总资产周转率	1.81	1.90	1.86	1.76
资本支出	(16)	(220)	(220)	(220)	应收账款周转率	12.48	24.17	23.72	23.57
其他投资	(1,683)	(30)	(100)	(100)	应付账款周转率	7.05	9.37	9.47	9.41
筹资活动现金流	(27)	(325)	0	0	每股指标 (元)				
借款增加	345	0	0	0	每股收益	0.87	1.16	1.32	1.51
普通股增加	0	0	0	0	每股经营现金流	0.75	1.39	1.29	1.52
已付股利	(138)	(325)	0	0	每股净资产	3.61	4.32	5.67	7.20
其他	(234)	0	0	0	估值比率				
现金净增加额	(1,214)	404	593	749	P/E	11.34	21.47	18.80	16.53
					P/B	2.74	5.76	4.39	3.46
					EV/EBITDA	9.05	14.75	12.65	10.76

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>