

中烟香港 (06055.HK)

中烟体系唯一烟草上市公司，资源整合市值显化空间较大

买入 (首次)

2025年01月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8324	11836	13277	14328	15318
同比(%)	3.23	42.19	12.17	7.92	6.91
归母净利润(百万元)	374.90	598.77	806.40	925.21	1,017.50
同比(%)	(46.66)*	59.71	34.68	14.73	9.97
EPS-最新摊薄(元/股)	0.54	0.87	1.17	1.34	1.47
P/E(现价&最新摊薄)	40.87	25.59	19.00	16.56	15.06

*注: 剔除收购中烟巴西产生的一次性收益4.06亿港元影响

投资要点

■ **中国烟草行业概览: 专卖专营的第一大市场。** 1) **规模: 第一大烟叶种植及烟草制品消费市场。** 中国烟叶2021年产量为213万吨, 占当年亚洲的54%产量, 即占全球产量的36%, 是第一大烟叶种植国。卷烟是烟草制品的第一大消费品类, 按销售额计占全球的79%, 中国从消费端来看是第一大市场, 中国卷烟销量占到全球的45%。2) **格局: 统一领导、专卖专营。** 国家烟草专卖局、中国烟草总公司以“一套机构、两块牌子”为组织形式推进国家烟草专卖治理体系持续发展。中国烟草行业上交财政总额达1.5万亿级别, 是消费税的主要贡献行业。3) **进出口: 原材料烟叶进优出劣, 加热烟草出口值得期待。** 2023年中国烟草进口规模为23亿美元级别, 以烟叶类原材料为主; 中国烟草出口规模达92亿美元, 烟叶类原材料进优出劣。2023年全球加热烟草规模达345亿美元, 是新型烟草中第一大品类, 且仍在增长。

■ **中烟香港: 中烟体系唯一烟草业务上市公司。** 1) **中烟进出口业务唯一上市平台。** 中烟国际承接中烟总公司国际贸易相关业务, 中烟香港为中烟国际控股的唯一上市平台, 主要管理班子承袭中烟国际。2) **业务分析: 烟叶进出口为基本盘, 卷烟出口、新型烟草出口可期。** 2023年公司收入118亿港元, 其中烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口等五项业务收入占比分别为68%/14%/10%/6%/1%, 烟叶进出口业务占中烟香港收入超8成, 毛利超7成。由于中国烟草行业特殊的运营体系, 中烟香港与中烟总公司旗下主体关联交易占进销总额的65%左右。分业务来看, 烟叶进出口量稳价增, 烟叶进口毛利率2022年后上台阶, 烟叶出口毛利率相对平稳; 卷烟出口业务随出入境重启量价齐升; 新型烟草出口业务仍在起步期, 规模效应逐步释放。3) **中烟体系海外业务市值显化空间较大。** 我们估算中烟香港上市公司2023年进出口烟草、出口卷烟体量占全国体量的38-48%之间。另中烟在主要烟叶产地投资设立、开拓海外市场的贸易公司, 也存在资源整合空间, 参考中烟巴西对税后净利润1.4亿港币的经营主体按4.9亿港币评估值收购, 整合增厚利润空间可期。

■ **盈利预测与投资评级:** 中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司, 主营业务烟叶类产品进出口稳健发展, 卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性, 进一步整合境外产业链资源空间可期。预期2024-2026年归母净利润分别为8.1/9.3/10.2亿元港币, 对应PE为19/17/15倍, 作为独占赛道且未来仍有较大资源整合空间的烟草行业核心标的, 首次覆盖给与“买入”评级。

■ **风险提示:** 各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	22.15
一年最低/最高价	8.61/29.25
市净率(倍)	5.27
港股流通市值(百万港元)	15,320.71

基础数据

每股净资产(港元)	4.20
资产负债率(%)	67.48
总股本(百万股)	691.68
流通股本(百万股)	691.68

相关研究

内容目录

1. 中国烟草行业概览：专卖专营的第一大市场	4
1.1. 规模：第一大烟叶种植及烟草制品消费市场.....	4
1.2. 格局：统一领导、专卖专营.....	5
1.3. 进出口：原材料烟叶进优出劣，加热烟草出口值得期待.....	6
2. 中烟香港：中烟体系唯一烟草业务上市公司	8
2.1. 中烟进出口业务唯一上市平台.....	8
2.2. 业务分析：烟叶进出口为基本盘，卷烟出口、新型烟草出口可期.....	9
2.3. 中烟体系海外业务市值显化空间较大.....	14
2.4. 财务分析：毛利率稳中有升，业务稳步扩张.....	15
3. 盈利预测及投资建议	17
3.1. 盈利预测.....	17
3.2. 投资评级.....	19
4. 风险提示	19

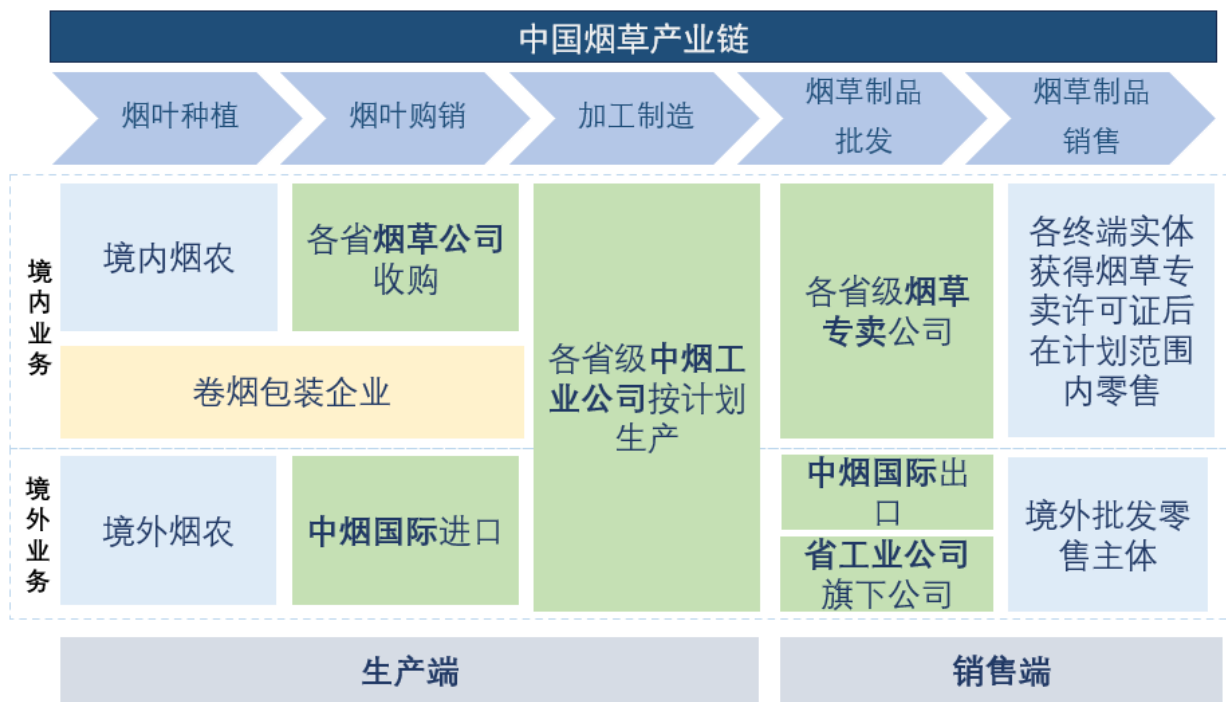
图表目录

图 1:	中国烟草产业链分布, 绿色为中烟总公司体系内.....	4
图 2:	世界烟叶产地按洲分布 2023 年 (单位: 万吨)	5
图 3:	全国烟叶产量分布 2021 年 (单位: 万吨)	5
图 4:	按品类销售额分市场结构 (2023)	5
图 5:	全球卷烟销量 (百万盒) (2018)	5
图 6:	中国烟草专卖治理体系.....	6
图 7:	单包卷烟平均缴税 9.05 元 (2020 年)	6
图 8:	烟草行业上交财政总额.....	6
图 9:	全球新型烟草细分品类市场规模及同比增速 (2023)	8
图 10:	中烟香港股权架构 (截至 2024 年 6 月)	9
图 11:	中烟香港收入结构 (亿港元)	10
图 12:	中烟香港毛利结构 (亿港元)	10
图 13:	中烟香港烟叶进出口业务.....	11
图 14:	烟叶进口量价拆分.....	12
图 15:	烟叶出口量价拆分.....	12
图 16:	烟叶进出口业务毛利率.....	12
图 17:	中烟香港卷烟出口业务.....	13
图 18:	卷烟出口量价拆分.....	13
图 19:	卷烟出口毛利率.....	13
图 20:	中烟香港新型烟草出口业务.....	14
图 21:	新型烟草制品出口量价拆分.....	14
图 22:	新型烟草制品出口额及毛利率.....	14
图 23:	中烟香港历年营收 (亿港元) 及 yoy.....	16
图 24:	中烟香港历年毛利率.....	16
图 25:	中烟香港费用端 (亿元港币) 及两费率.....	17
图 26:	中烟香港 ROE (摊薄)	17
表 1:	2023 年中国烟草相关产品进口结构.....	7
表 2:	2023 年中国烟草相关产品出口结构.....	7
表 3:	中烟香港高管及履历.....	9
表 4:	中烟香港进、销两端关联交易情况披露 (单位: 亿元港币)	11
表 5:	中烟香港上市公司平台占全国整体业务比例估算 (2023 年)	15
表 6:	中烟香港收入预测拆分 (单位: 亿港元)	18
表 7:	中烟香港毛利率及费用率预测.....	18
表 8:	中烟香港营业收入及归母净利润 (单位: 亿港元)	19

1. 中国烟草行业概览：专卖专营的第一大市场

中烟总公司在烟叶购销、加工制造和烟草制品批发等三个产业主要链条对中国烟草产业进行专卖专营。针对烟草行业的特殊性，我国通过《烟草专卖法》和《烟草专卖法实施条例》逐步明确建立和巩固了“统一领导、垂直管理、专营专卖”的管理体制。由国家烟草专卖局、中国烟草总公司代表国家对烟草行业实行经营和管理。烟草产业链通常包含烟叶种植、烟叶购销、加工制造、烟草制品批发、烟草制品销售等环节。在购销端，境内方面由各烟草公司进行统一收购、境外方面由中烟国际统一进口；加工制造方面，由各省级工业公司按计划生产；在批发端，境内方面由商业公司进行分销，境外部分由中烟国际和省工业公司旗下相关公司负责出口。通过在购销、加工制造和批发三个主要制造流通环节统一管理，基本构成中国烟草产业专营专卖的框架。

图1：中国烟草产业链分布，绿色为中烟总公司体系内



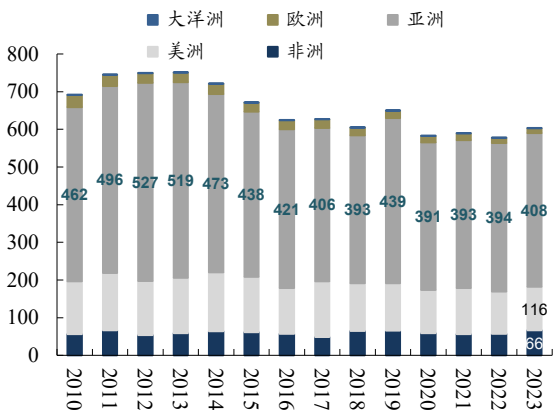
数据来源：国家烟草专卖局、东吴证券研究所

注：绿底格为中烟总公司体系内。

1.1. 规模：第一大烟叶种植及烟草制品消费市场

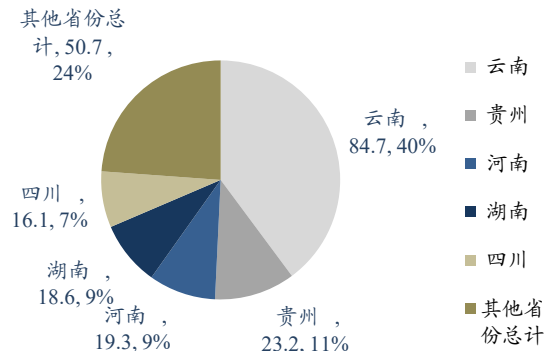
中国是第一大烟叶种植国。根据联合国粮农组织统计，亚洲是烟叶产地第一大洲，2023年产量为408万吨，占全球68%。中国烟叶2021年产量为213万吨，占当年亚洲的54%产量，即占全球产量的36%水平，是第一大烟叶种植国。其中按省份拆分来看，云南/贵州/河南/湖南/四川分别占到全国烟叶产量的40%/11%/9%/9%/7%。

图2：世界烟叶产地按洲分布 2023 年（单位：万吨）



数据来源：联合国粮农组织、东吴证券研究所

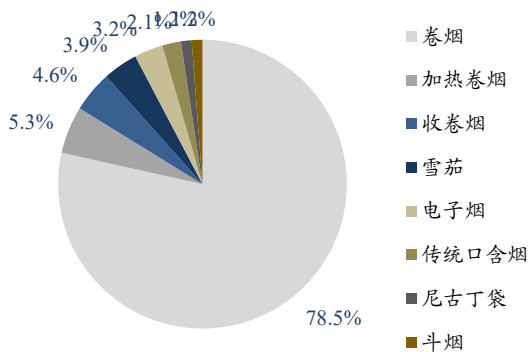
图3：全国烟叶产量分布 2021 年（单位：万吨）



数据来源：中国农业统计年鉴、东吴证券研究所

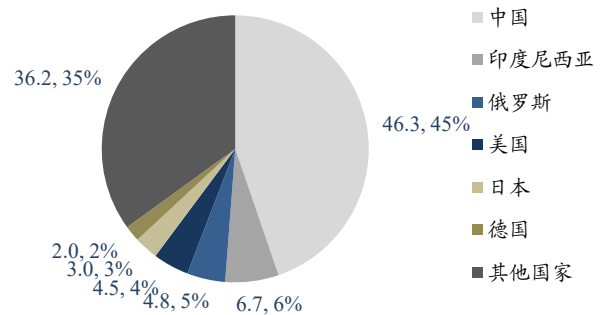
卷烟是烟草制品第一大消费品类，中国是第一大卷烟消费市场。根据国家烟草专卖局经济研究所 2023 年数据，卷烟是烟草制品的第一大消费品类，按销售额计占全球的 79%。而中国从消费端来看也是第一大市场，据公司招股书数据，中国的卷烟销量占到全球的 45%。

图4：按品类销售额分市场结构（2023）



数据来源：国家烟草专卖局经济研究所、东吴证券研究所

图5：全球卷烟销量（百万盒）（2018）

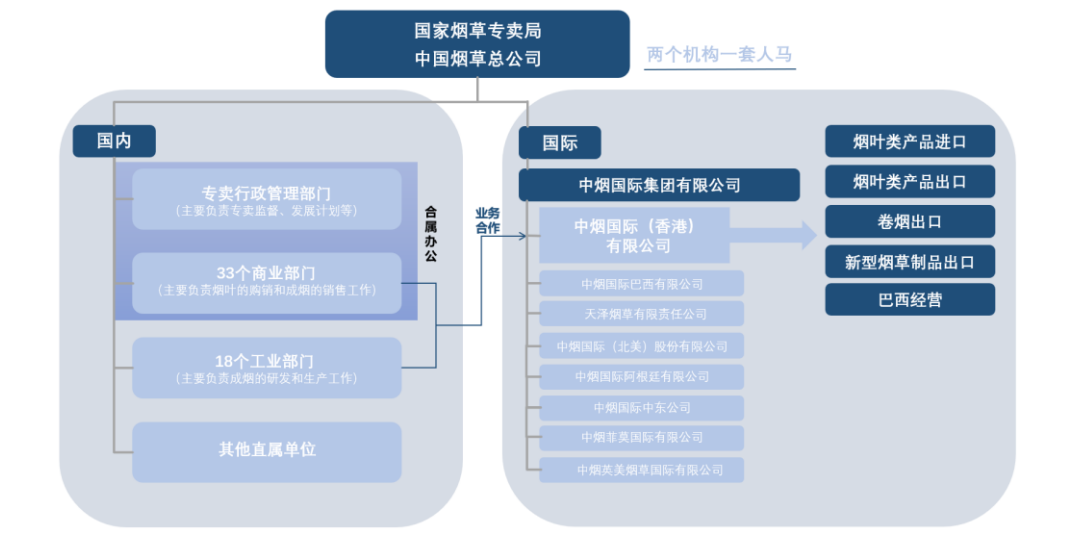


数据来源：公司招股书、东吴证券研究所

1.2. 格局：统一领导、专卖专营

国家烟草专卖局、中国烟草总公司以“一套机构、两块牌子”为组织形式推进国家烟草专卖治理体系持续发展。中国烟草总公司的出资人为国务院，总理由国家烟草专卖局局长兼任，国家烟草专卖局、中国烟草总公司一直合署办公，以“一套机构、两块牌子”为组织形式推进烟草专卖治理体系。作为第一大生产和消费市场，进销两端中涉及到跨境业务部分则由中烟公司旗下中烟国际集团进行统筹协调和经营。

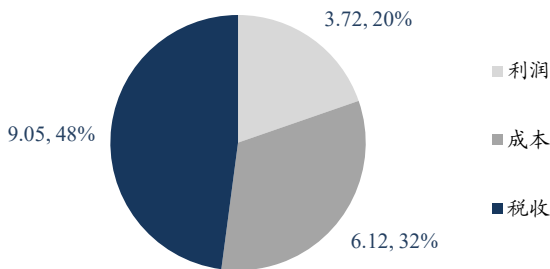
图6：中国烟草专卖治理体系



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

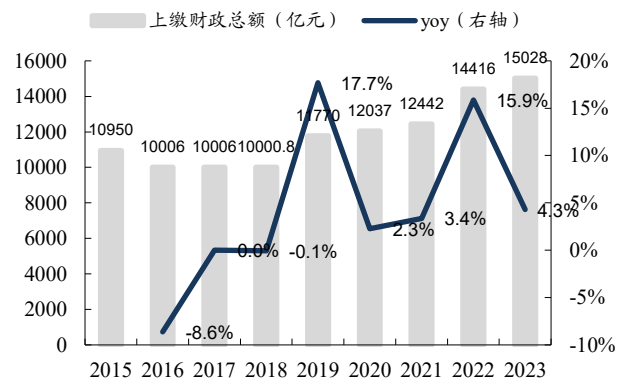
2023 年中国烟草行业上交财政总额达 1.5 万亿级别，是消费税的主要贡献行业。2023 年中国烟草行业上缴财政总额达 1.50 万亿，yoy+4.3%；工商税利总额达 1.52 万亿元，yoy+5.6%。根据对外经贸大学国家对外开放研究院郑榕教授研究，2020 年平均每包 18.7 元零售价的卷烟中有近一半贡献为消费税、增值税、附加税、烟叶税等税收。据 2022 年中国税务年鉴统计数据显示，1.7 万亿元消费税中的 53.4% 由烟草行业贡献。

图7：单包卷烟平均缴税 9.05 元（2020 年）



数据来源：《烟草行业全产业链财务分析》郑榕、东吴证券研究所

图8：烟草行业上交财政总额



数据来源：Wind、东吴证券研究所

作为第一大烟叶生产和烟草制品消费市场，中国持续强化“统一领导、专营专卖”保证了国家财政收入的同时持续提高烟草制品质量、保障消费者权益并以烟草产业发展助力脱贫攻坚，形成独特的烟草行业发展思路。

1.3. 进出口：原材料烟叶进优出劣，加热烟草出口值得期待

2023年中国烟草进口规模为23亿美元级别，以烟叶类原材料为主。根据海关数据，2023年中国烟草相关产品进口量达21万吨，其中18万吨为“部分或全部去梗的烤烟”，主要为卷烟原材料，占到总进口量的85%。烟草相关产品进口金额达23亿美元，其中17亿美元为“部分或全部去梗的烤烟”，占总进口金额的73%。

表1：2023年中国烟草相关产品进口结构

商品名称	进口量（万吨）	进口金额（亿美元）
部分或全部去梗的烤烟	17.78	16.54
烟草制的卷烟	1.28	4.31
其他供吸用的烟草，不论是否含有任何比例的烟草代用品	0.88	0.48
“均化”或“再造”烟草	0.43	0.15
其他部分或全部去梗的烟草	0.38	0.29
其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品	0.11	0.36
其他未去梗的烟草	0.03	0.12
其他	0.05	0.3
合计	20.94	22.55

数据来源：中国海关、东吴证券研究所

2023年中国烟草出口规模达92亿美元，烟叶类原材料进优出劣。中国烟草相关产品出口品类较进口相对分散。根据海关数据，2023年中国烟草相关产品出口量达41万吨，其中20万吨为“其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品（不含烟草的减害产品）”，占总出口量的49%。烟草相关产品出口金额达92亿美元，其中“其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品”达82亿美元，占总出口额的89%。从原材料进出口单价比较来看，“部分或全部去梗的烤烟”进口单吨价格为9303美元，出口单吨价格为3816美元，或由于境内较高的制烟要求对原材料烟叶存在进优出劣的交易需求。

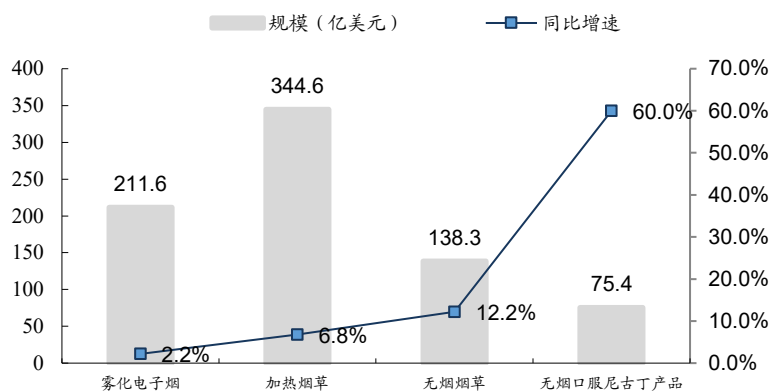
表2：2023年中国烟草相关产品出口结构

商品名称	出口量（万吨）	出口金额（亿美元）
其他含尼古丁的非经燃烧吸用的产品	20.31	81.54
部分或全部去梗的烤烟	10.01	3.82
烟草废料	6.05	0.31
烟草制的卷烟	1.94	2.80
其他供吸食用的烟草，不论是否含有任何比例的烟草代用品	1.59	0.88
其他部分或全部去梗的烟草	0.89	0.47
其他含尼古丁代用品的非经燃烧吸用的产品	0.34	1.64
未去梗的烟草	0.24	0.10
含烟草或再造烟草的非经燃烧吸用的产品	0.06	0.15
其他	0.01	0.02
总计	41.44	91.73

数据来源：中国海关、东吴证券研究所

全球新型烟草市场规模逐年递增，其中加热烟草是第一大品类。不同于卷烟出口至免税店或境外实体主要仍“做国人生意”，新型烟草制品尤其是“加热不燃烧烟草产品（HNB）”，由于该品类在中国未放开，是明确的“出海生意”。从全球规模来看，2023年加热烟草达345亿美元，是新型烟草中第一大品类，且仍在增长。自菲利普莫里斯2014年推出IQOS后，加热不燃烧电子烟行业飞速发展，截至2023年IQOS获得2860万累计用户，加热不燃烧产品占到菲利普莫里斯营收的36.5%。各省中烟公司也陆续储备技术、发布HNB产品。2018年国家烟草专卖局印发《全面深化改革工作要点》中明确提出由中烟国际牵头推进新型烟草制品产品国际拓展。加热烟草产品带动中国烟草品牌“走出国门”值得期待。

图9：全球新型烟草细分品类市场规模及同比增速（2023）



数据来源：Euromonitor、东吴证券研究所

2. 中烟香港：中烟体系唯一烟草业务上市公司

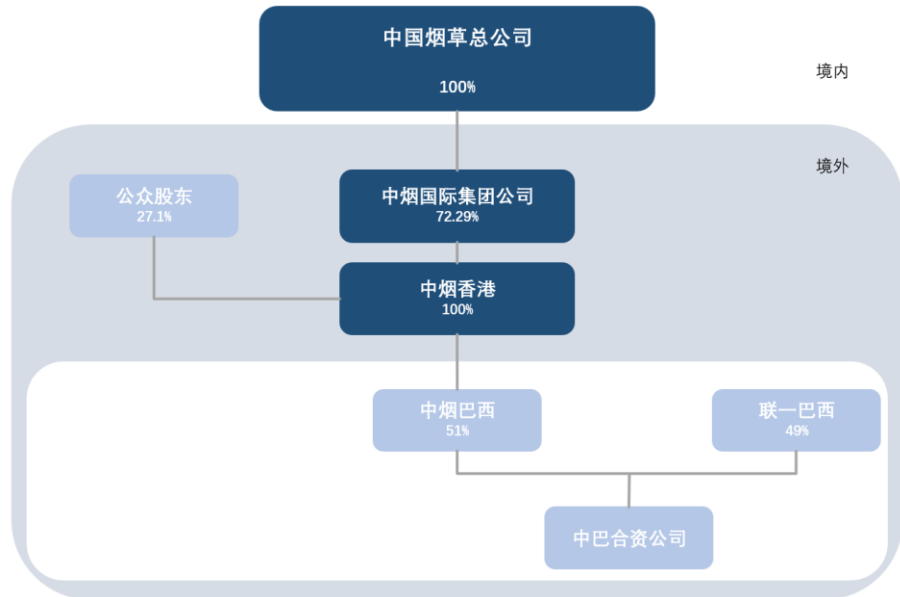
2.1. 中烟进出口业务唯一上市平台

中烟国际承接中烟总公司国际贸易相关业务，中烟香港为中烟国际控股的唯一上市平台。中烟香港由中烟国际集团公司控股72.3%，也是中烟国际旗下唯一上市平台。根据2018年发布的《中国烟草总公司关于中烟国际（香港）有限公司运营的通知》，从行政机制上确保中烟香港独家经营：

- ① 中国烟草行业所需烟叶类产品进口业务（津巴布韦除外）；
- ② 行业所有境内外实体（不含非控股企业）销售烟叶类产品至东南亚及港澳台地区的出口业务；
- ③ 行业所有境内外实体（不含非控股企业）销售卷烟类产品至中国香港、澳门、内地境内关外以及泰国、新加坡等免税店的业务；
- ④ 行业所有境内外实体（不包含非控股企业）销售新型烟草制品（仅包含加热不

燃烧烟草产品)至全球(除中国内地除外)的业务。

图10: 中烟香港股权架构(截至2024年6月)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

主要管理班子承袭中烟国际。董事会主席邵岩在中烟国际集团担任董事长、总经理,另总经理、副总经理、公司秘书等高管均在中烟国际曾任职。中烟国际的机构职责是统一经营烟草类国营贸易业务,并承担“走出去”服务保障职能。

表3: 中烟香港高管及履历

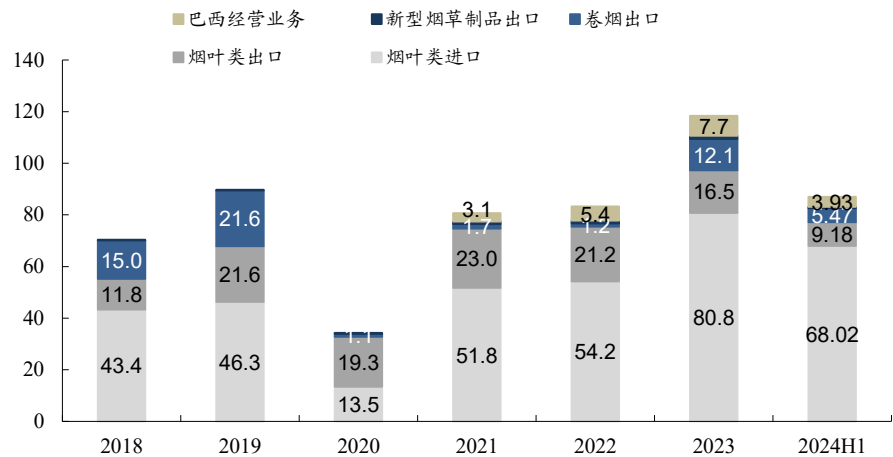
上市公司高管	中烟总公司任职	部分主要前任职务
董事会主席 邵岩	中烟国际集团董事长、总经理; 中烟国际执行董事、总经理	云烟副总经理; 天泽烟草总经理、副总经理
执行董事、总经理 代佳辉		中烟国际集团人力资源总监、财务总监
执行董事、公司秘书 王成瑞		中烟国际集团战略发展部副经理
执行董事、副总经理 徐增云		中烟国际集团卷烟事业部副总监、中烟国际市场拓展部副调研员
执行董事、副总经理 茅紫璐		中烟国际国营贸易部主任科员、副调研员
副总经理 阎飙		菲利普莫里斯亚洲集团大区战略及项目交付总监

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.2. 业务分析: 烟叶进出口为基本盘, 卷烟出口、新型烟草出口可期

烟叶类进出口业务占中烟香港收入超八成。公司 2023/2024H1 营业收入分别为 118.4/87 亿元港币, 同比增速分别为+42.2%/+12.4%。2023 年中烟香港烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口等五项业务收入占比分别为 68%/14%/10%/6%/1%。即烟叶类进出口为公司的收入主要贡献部分。

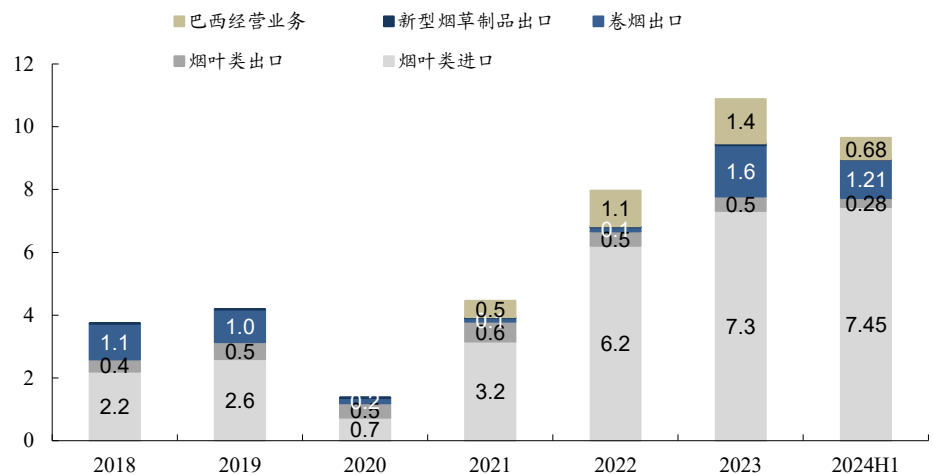
图11: 中烟香港收入结构 (亿港元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

烟叶类进出口贡献毛利超七成。2023年中烟香港烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口等五项业务贡献毛利额占比分别为67%/4%/15%/1%/13%。烟叶进出口贡献公司毛利的71%。另卷烟出口、巴西经营业务也是重要毛利贡献板块。

图12: 中烟香港毛利结构 (亿港元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

由于中国烟草行业特殊的运营体系,中烟香港与中烟总公司旗下主体关联交易占进销总额的65%左右。由于中国烟草产品主要由中烟体系内工业公司进行加工制造。主营烟叶类进出口业务的中烟香港不可避免发生大量关联交易。成本加成的定价模式保证了大量关联交易下的利润稳定可预期。经梳理2023/2024H1的关联交易金额,大致占到当期总共进销金额的64-65%水平。

表4：中烟香港进、销两端关联交易情况披露（单位：亿元港币）

品类	2023 交易额	2023 关联交易占比	2024H1 交易额	2024H1 关联交易占比	关联交易方
A) 烟叶类进口的销售	80.79	100.00%	68.02	100%	中烟国际
B) 烟叶类出口的采购	16.02	99.70%	8.82	99.10%	19 个国内公司及柬埔寨威尼顿集团
C) 卷烟出口	11.08	99.30%	3.75	99.20%	20 个国内公司
D) 新型烟草制品出口	1.24	100.00%	0.41	100%	21 个国内公司
E) 烟叶类进口的采购	2.49	3.20%	3.29	5%	中烟国际北美、阿根廷
F) 烟叶类产品销售的代理	0.004	0.02%	0.002	0.02%	柬埔寨威尼顿、缅甸邦康、老挝寮中红塔好运、金叶卷烟（澳门）、香港红塔国际
G) 与 Alliance One 的关联交易	36.22		20.13		Alliance One International 联一巴西
H) 烟叶类产品出口框架协议			0.077		中烟云南
I) 向新增区域出口卷烟			0.003	100%	7 个国内工业公司/烟草集团
关联交易总额	147.84		104.5		
当期总共进销	225.9		164.4		
关联交易占比	65%		64%		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

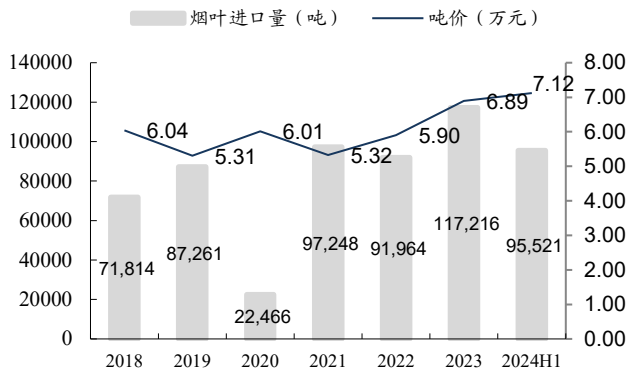
烟叶进出口量稳价增。中烟香港既将全球 10+ 国家及地区的烟叶类产品进口至中国内地，也将中国内地的烟叶类产品出口至港澳台地区、东南亚及欧洲地区。拆分量价来看，收购中烟巴西后烟叶进口量价齐升：2021/2022/2023/2024H1 分别进口烟叶 9.7/9.2/11.7/9.6 万吨，对应吨价分别为 5.3/5.9/6.9/7.1 万元港币。烟叶出口量的波动较大，价格相对平稳。

图13：中烟香港烟叶进出口业务



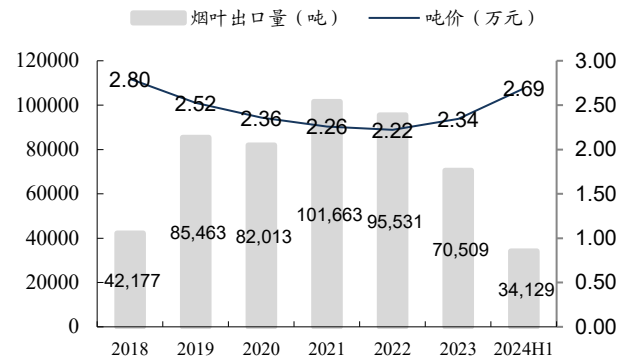
数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图14: 烟叶进口量价拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

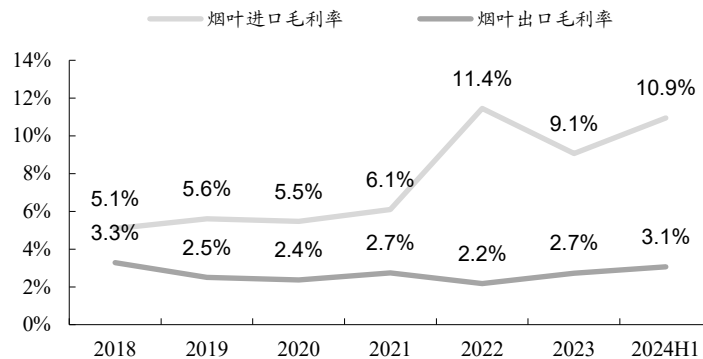
图15: 烟叶出口量价拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

烟叶进口毛利率 2022 年后上台阶, 烟叶出口毛利率相对平稳。中烟香港于 2021 年收购中烟巴西实现了产业链的纵向整合, 从 2022 年呈现出烟叶进口毛利率的大幅提升。2021/2022/2023/2024H1 烟叶进口毛利率分别为 6.1%/11.4%/9.1%/10.9%。而烟叶出口毛利率则稳定在 2.2-3.1% 区间。

图16: 烟叶进出口业务毛利率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

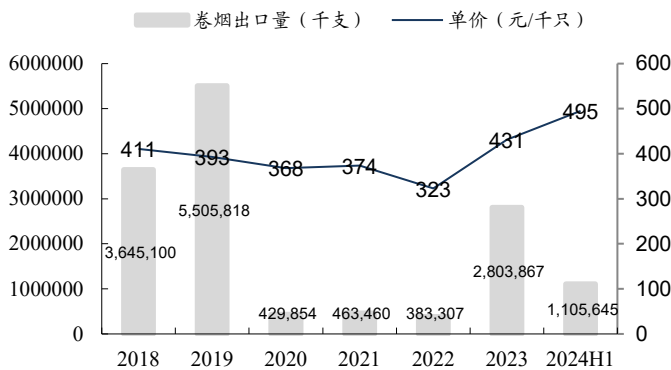
卷烟出口业务随出入境重启量价齐升。中烟香港主要将上海、云南、湖南、湖北等工业公司生产的卷烟出口至内地境内关外、港澳、及新加坡泰国的免税店, 覆盖 200+ 免税终端及有税市场零售店。该业务在 2020-2022 年甚至 2023 年上半年几乎处于半停滞状态, 后随出入境航班逐步修复。量价方面均呈现不同程度提升。且伴随着卷烟出口的代理环节缩短, 卷烟出口毛利率在 2024H1 呈现较大提升。未来随中国旅客持续“走出去”, 中烟香港的卷烟业务也将有拓展至更多市场的机会和预期。

图17: 中烟香港卷烟出口业务



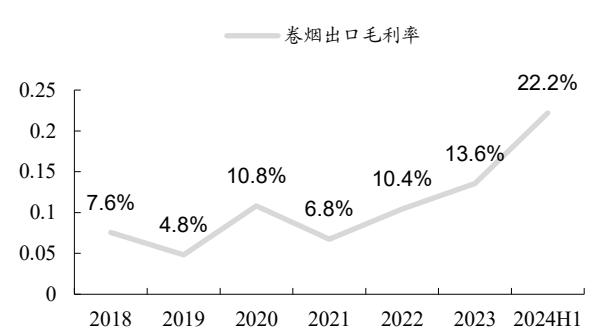
数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图18: 卷烟出口量价拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

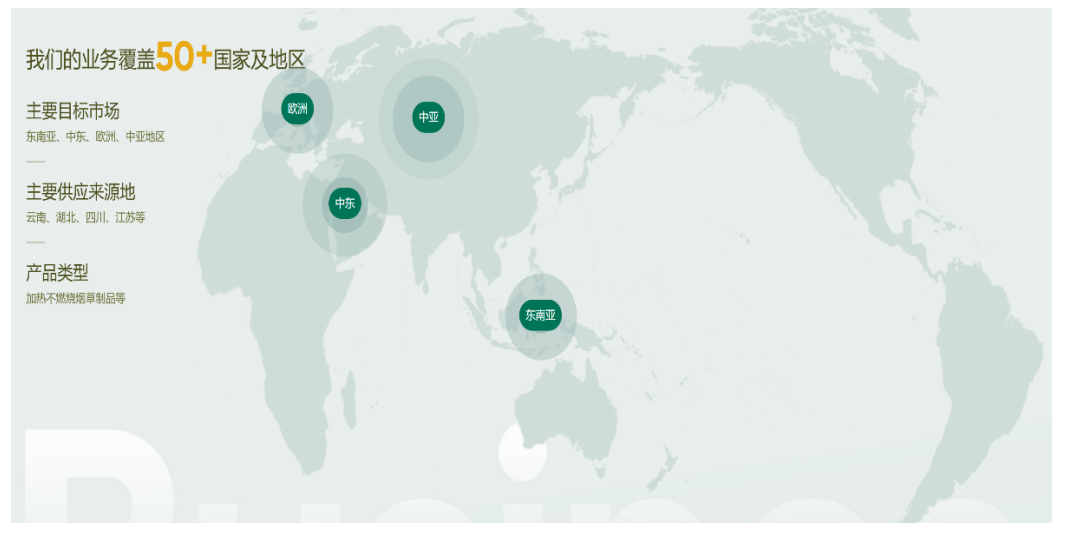
图19: 卷烟出口毛利率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

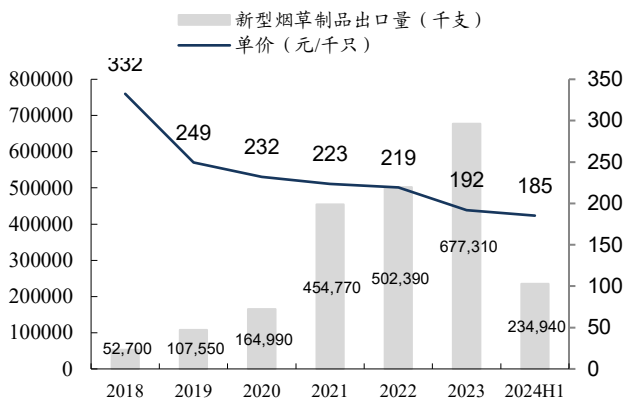
新型烟草出口业务仍在起步期, 规模效应逐步释放。中烟香港将云南、湖北、四川、江苏等公司的加热不燃烧产品出口至东南亚、中东、欧洲、中亚等 50+ 国家及地区。过去五年呈现的是量增价跌、毛利率逐步提升的运营数据。随市场接受度提升将有望放大规模效应。

图20: 中烟香港新型烟草出口业务



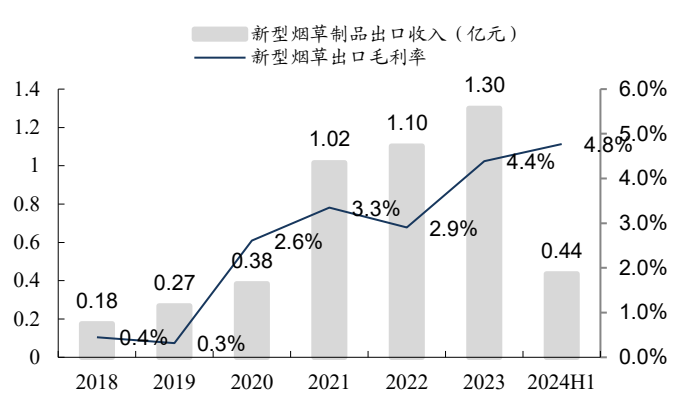
数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

图21: 新型烟草制品出口量价拆分



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图22: 新型烟草制品出口额及毛利率



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.3. 中烟体系海外业务市值显化空间较大

我们估算中烟香港上市公司 2023 年进出口烟草、出口卷烟体量占全国体量的 38-48%之间。考虑中烟国际体系内部分目标市场或供应商未纳入中烟香港上市公司经营体系, 我们选取中烟香港上市公司运营数据与海关监管全国烟草产品进出口量、金额进行对比, 以大致理解未被纳入上市公司体系的中烟海外贸易体量。我们按以下方式估算全国烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟类出口分别有 47%/38%/48%在中烟香港上市公司体系内, 剩下的则应主要在中烟国际体系下, 但未上市显化。若后续有进一步资产整合的动作, 将有望显著扩充中烟香港的市场规模。

表5：中烟香港上市公司平台占全国整体业务比例估算（2023年）

	烟叶类进口 (万吨)	烟叶类出口 (万吨)	卷烟类出口 (亿美金)
中烟香港	9.2	7.1	1.3
全国整体	19.5	18.8	2.8
中烟香港业务占全国进出口比重（2023年）	47%	38%	48%

数据来源：海关、公司公告、东吴证券研究所

注1：“烟叶类”进出口为海关数据中“部分或全部去梗的烤烟”“其他供吸用的烟草”“‘均化’或‘再造’烟草”“其他未去梗的烟草”四项加总算得。

注2：中烟香港卷烟类出口规模采用成本金额数据而非营收，是由于成本金额可能更接近于海关统计口径。

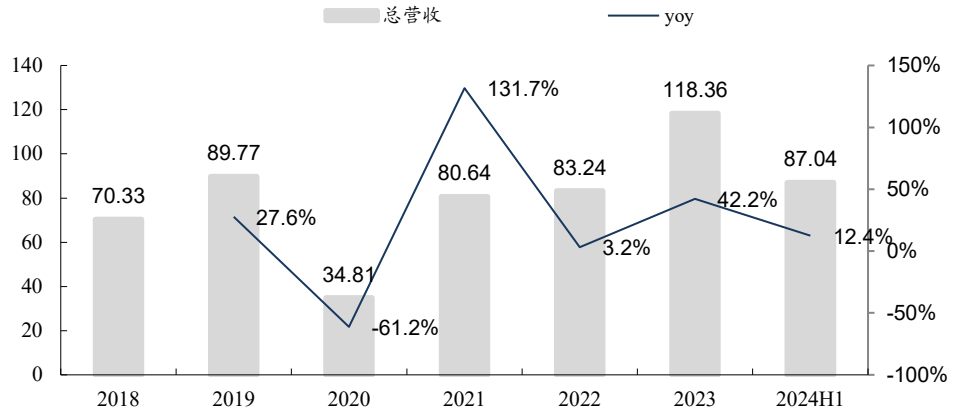
另中烟在主要烟叶产地投资设立、开拓海外市场的贸易公司，也存在资源整合空间。中烟在北美、阿根廷、中东先后设立烟草类产业相关运营主体，并与菲利普莫里斯、英美烟草设立合资公司共同开拓海外特定市场。参考被收购后的中烟巴西旗下的 CBT 同样经营向中国以外地区出口烟叶产品等业务，2023 年实现营业收入 7.7 亿元港币营收、1.4 亿元港币毛利额。这部分的贸易体量目前尚无披露，但按中国烟草总局的部署规划来看应也有整合空间。

参考中烟巴西对税后净利润 1.4 亿港币的经营主体按 4.9 亿港币评估值收购，整合增厚利润空间可期。2018 年国家烟草专卖局印发《全面深化改革工作要点》中明确提出积极探索巴西公司和阿根廷公司整合工作，进一步整合境外区域资源。中烟香港在 2019 年提交的招股章程中也提到将提升其烟草产业链的地位、实现纵向整合。于是在 2021 年现金收购了中烟巴西，该主体（占股 51%）与联一巴西合资经营主体 CBT（中巴合资公司），该公司注册在巴西，从事烟叶采购、加工、销售及出口以及销售烟草生产固有的农用物资。据相关资料披露 CBT 在 2019/2020/2021Q1 的税后净利润分别对应港币 1.0/1.4/0.7 亿元，给予 4.9 亿港币的评估值进行收购，对应 PE 为 3.5 倍。CBT 收购后到 2023 年整体实现 28.3 亿港币营收、1.9 亿港币利润（同时包括对中国及中国以外地区业务），此次收购对中烟香港利润增厚效果显著。

2.4. 财务分析：毛利率稳中有升，业务稳步扩张

中烟国际营收端疫后加速修复。2020-2022 年因疫情原因公司营收出现较大波动，2023 年开始营收加速修复，全面超过 2019 年的 90 亿元港币水平，主要驱动为烟叶类进口和卷烟出口业务的快速修复。2024H1 总营收 87 亿元港币，同比+12.4%，主要驱动为卷烟及新型烟草制品出口的高速增长。

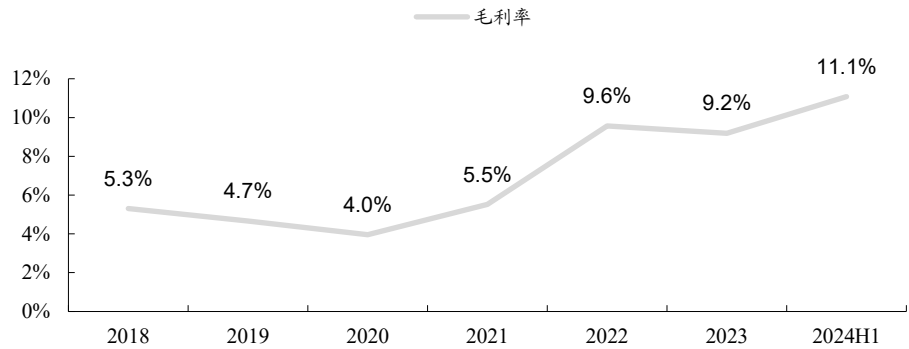
图23: 中烟香港历年营收(亿港元)及yoy



数据来源: Wind、东吴证券研究所

毛利率进入提升通道，提升至10%以上。自公司2021年收购中烟巴西后烟叶类进口毛利率上台阶带动公司整体毛利率提升。到2024H1受到卷烟出口业务高毛利的结构性拉动，整体毛利率提升至11.1%。

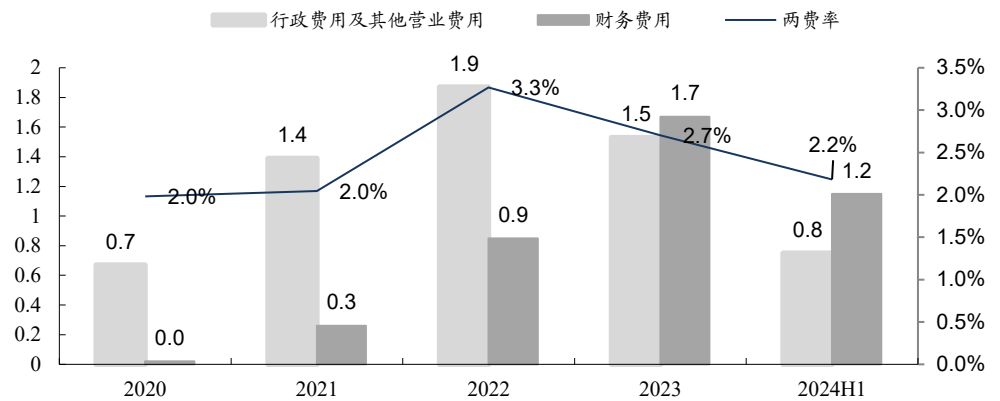
图24: 中烟香港历年毛利率



数据来源: Wind、东吴证券研究所

费用端规模效应逐渐显现。公司的核心业务均为贸易属性，主要费用分为两部分：行政费用及其他营业费用，和财务费用。随公司营收逐步提升，规模效应逐步显现，两费率持续下行。2022/2023/2024H1 费用率分别为3.3%/2.7%/2.2%。

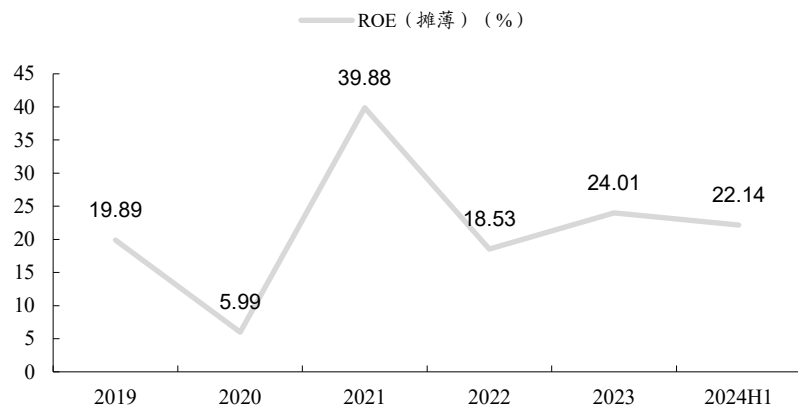
图25：中烟香港费用端（亿元港币）及两费率



数据来源：Wind、东吴证券研究所

轻资产模式维持高 ROE 水平。公司摊薄 ROE 在除特殊年份外均保持高双位数以上。2022/2023/2024H1 摊薄 ROE 分别为 18.5%/24.0%/22.1%（半年），呈现出较好的资产收益水平。

图26：中烟香港 ROE（摊薄）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

3. 盈利预测及投资建议

3.1. 盈利预测

关键假设：

烟叶类进口：预计 2024-2026 年烟叶进口量同比+2%/1%/1%，吨价同比+3%/2%/2%，烟叶类进口业务收入为 84.9/87.4/90.1 亿港元，同比+5%/3%/3%。

烟叶类出口：预计 2024-2026 年烟叶出口量同比+5%/3%/3%，吨价同比+12%/5%/5%，

烟叶类出口业务收入为 19.4/21.0/22.7 亿港元，同比+18%/8%/8%。

卷烟出口：预计 2024-2026 年卷烟出口量同比+20%/15%/13%，单价同比+12%/5%/3%，卷烟出口业务收入为 16.2/19.6/22.8 亿港元，同比+34%/21%/16%。

新型烟草制品出口：预计 2024-2026 年新型烟草制品出口量同比+40%/25%/20%，单价同比下滑 10%/8%/5%，新型烟草制品出口业务收入为 1.6/1.9/2.1 亿港元，同比+26%/15%/14%。

巴西经营业务：预计 2024-2026 年巴西烟叶类产品出口量同比-8%/+5%/+5%，单价同比+50%/20%/10%，巴西经营业务收入为 10.6/13.3/15.4 亿港元，同比+38%/26%/16%。

表6：中烟香港收入预测拆分（单位：亿港元）

业务	2022	2023	2024E	2025E	2026E
烟叶类进口	54.25	80.79	84.88	87.44	90.08
yoy	4.8%	48.9%	5.1%	3.0%	3.0%
烟叶类出口	21.22	16.52	19.43	21.01	22.73
yoy	-7.6%	-22.2%	17.6%	8.2%	8.2%
卷烟出口	1.24	12.09	16.24	19.62	22.83
yoy	-28.5%	876.3%	34.4%	20.8%	16.4%
新型烟草制品出口	1.10	1.30	1.64	1.88	2.15
yoy	8.5%	18.0%	26.0%	15.0%	14.0%
巴西经营业务	5.43	7.66	10.57	13.32	15.39
yoy	72.6%	41.1%	38.0%	26.0%	15.5%
合计	83.24	118.36	132.77	143.28	153.18
yoy	3.2%	42.2%	12.2%	7.9%	6.9%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

毛利率结构性提升，费用率维持稳定。由于相对高毛利率的卷烟出口和巴西业务收入占比提升，公司毛利率结构性提升。

表7：中烟香港毛利率及费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	10.1%	9.2%	10.5%	10.8%	11.0%
行政及其他营业费用率	2.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
财务费用率	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.8%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

注：行政及其他营业费用在模型中体现为管理费用

综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.1/9.3/10.2 亿港元，同比+35%/15%/+10%。传统业务稳健增长，随着卷烟出口和巴西经营等业务贡献增量，公司盈利能力稳步提升，2024-2026 年归母净利率分别为 6.1%/6.5%/6.6%。

表8: 中烟香港营业收入及归母净利润 (单位: 亿港元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	83.24	118.36	132.77	143.28	153.18
yoy	3.2%	42.2%	12.2%	7.9%	6.9%
归母净利润	3.75	5.99	8.06	9.25	10.18
归母净利率	4.5%	5.1%	6.1%	6.5%	6.6%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 投资评级

中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司, 主营业务烟叶类产品进出口稳健发展, 卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性, 进一步整合境外产业链资源空间可期。预期 2024-2026 年归母净利润分别为 8.1/9.3/10.2 亿元港币, 对应 PE 为 19/17/15 倍, 作为独占赛道且未来仍有较大资源整合空间的烟草行业核心标的, 首次覆盖给与“买入”评级。

4. 风险提示

各国对烟草相关产品管控政策变化: 各国出于控烟等原因, 可能调整对烟草产品的管控政策, 从而影响公司业务开展。

各国烟叶种植及购销政策变化: 各国烟叶种植及购销政策变化, 可能影响公司烟叶进出口业务的开展。

地缘政治带来的进出口贸易受阻风险: 地缘政治形势变化可能导致关税、海运等事项发生变化, 从而影响烟叶和烟草制品的进出口贸易活动。

中烟香港三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6,213.61	7,383.50	8,558.42	9,806.39	营业总收入	11,836.22	13,276.57	14,327.86	15,317.59
现金及现金等价物	570.81	1,374.75	2,695.80	3,934.65	营业成本	10,747.90	11,878.26	12,779.60	13,634.31
应收账款及票据	515.75	553.19	517.39	510.59	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	2,973.65	2,969.56	2,839.91	2,840.48	管理费用	152.99	159.32	171.93	183.81
其他流动资产	2,153.40	2,486.00	2,505.31	2,520.68	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	526.78	469.07	468.71	466.41	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	34.30	52.09	59.23	64.07	经营利润	935.34	1,239.00	1,376.32	1,499.47
商誉及无形资产	353.20	345.29	337.78	330.64	利息收入	99.18	11.42	32.50	53.92
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	154.76	130.41	137.91	170.91
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	(20.71)	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	139.28	71.70	71.70	71.70	利润总额	859.06	1,120.00	1,270.90	1,382.47
资产总计	6,740.40	7,852.58	9,027.12	10,272.79	所得税	166.69	224.00	254.18	276.49
流动负债	3,997.61	4,518.94	4,658.99	4,780.91	净利润	692.37	896.00	1,016.72	1,105.98
短期借款	2,480.50	2,880.50	2,980.50	3,080.50	少数股东损益	93.60	89.60	91.50	88.48
应付账款及票据	1,232.56	1,319.81	1,348.96	1,363.43	归属母公司净利润	598.77	806.40	925.21	1,017.50
其他	284.56	318.64	329.54	336.99	EBIT	914.63	1,239.00	1,376.32	1,499.47
非流动负债	47.49	49.67	49.67	49.67	EBITDA	965.69	1,259.12	1,396.69	1,519.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	47.49	49.67	49.67	49.67					
负债合计	4,045.10	4,568.61	4,708.66	4,830.58					
股本	1,403.72	1,403.72	1,403.72	1,403.72	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	201.62	291.22	382.73	471.20	每股收益(元)	0.87	1.17	1.34	1.47
归属母公司股东权益	2,493.67	2,992.75	3,935.74	4,971.01	每股净资产(元)	3.61	4.33	5.69	7.19
负债和股东权益	6,740.40	7,852.58	9,027.12	10,272.79	发行在外股份(百万股)	691.68	691.68	691.68	691.68
					ROIC(%)	15.51	17.48	16.36	15.16
					ROE(%)	24.01	26.95	23.51	20.47
					毛利率(%)	9.19	10.53	10.81	10.99
					销售净利率(%)	5.06	6.07	6.46	6.64
					资产负债率(%)	60.01	58.18	52.16	47.02
					收入增长率(%)	42.19	12.17	7.92	6.91
					净利润增长率(%)	59.71	34.68	14.73	9.97
					P/E	25.59	19.00	16.56	15.06
					P/B	6.14	5.12	3.89	3.08
					EV/EBITDA	9.05	13.36	11.17	9.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为**港元**,预测均为东吴证券研究所预测。
 注:行政费用及其他营业费用统一计入管理费用

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>