

## 商业贸易

2025年03月31日

# 中烟香港 (06055)

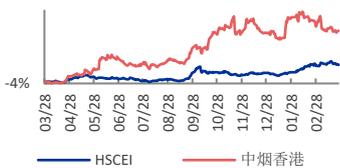
—— 中烟体系唯一烟草上市公司，承载中烟海外资产整合使命

报告原因：首次覆盖

## 增持 (首次评级)

市场数据：	2025年03月28日
收盘价 (港币)	24.25
恒生中国企业指数	8606.51
52周最高/最低 (港币)	30.30/9.91
H股市值 (亿港元)	167.73
流通H股 (百万股)	691.68
汇率 (人民币/港币)	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

### 证券分析师

屠亦婷 A0230512080003  
tuyt@swsresearch.com  
张文静 A0230524120005  
zhangwj@swsresearch.com

### 联系人

张文静  
(8621)23297818x  
zhangwj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司是中烟体系内唯一烟草上市公司。**2019年上市以来公司业绩稳健增长，盈利能力优化，2019-2024年收入/毛利/净利润 CAGR 分别为 8.5%/27.8%/22.6%。2024年烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/新型烟草制品出口/巴西业务收入占比为 63%/16%/12%/1%/8%，毛利占比为 60%/6%/20%/1%/13%。
- **商业模式：烟草专营体制下的计划性生意，随业务扩张盈利性提升。**中国烟草实行专卖专营的管理体制，公司独家经营地位壁垒深厚，经营计划性强，盈利稳定性强：订单量相对具有计划性、加成比例稳定、烟价虽全球波动，但公司议价能力强，能够有策略管理成本；随中烟国际巴西有限公司及 China Brasil Tabacos Exportadora S.A. (中巴公司) 并表、卷烟出口业务自营比例，公司盈利能力提升，但波动也增加。
- **传统主业：兼具稳定性和成长性：**
  - 1) **烟叶进出口：定位基本盘和压舱石业务，稳健增长。**充分受益于国内卷烟高端化，中烟巴西及中巴公司并表增厚毛利；烟叶出口业务有区域拓展逻辑，有能力稳健增长。
  - 2) **卷烟出口：短期收入端随全球出境游人流继续修复，中长期自营比例提升、有税市场拓展带动业绩成长。**受到全球公共卫生事件影响，卷烟出口仍未修复至 2019 年高峰，2023 年来随出境客流增加收入修复。公司持续优化产品结构，引入高端雪茄产品，拓展非独家经营区域的有税市场，收入端具备成长性；且随自营比例提升，盈利能力提升。
  - 3) **新型烟草制品出口：全球 HNB 受益于两大烟草巨头专利和解，渗透率有望加速提升；公司新型烟草出口业务产品迭代+渠道差异化多管齐下持续优化盈利能力。**
- **资本运作：日本烟草全球并购成就国际烟草巨头，且阶段性存在估值溢价；中烟系统海外资产储备充足，公司整合空间大。**日本烟草改制为部分专营后加快全球扩张进程，呈现出全产业链 (品牌、渠道、原材料等)、全球化市场、全技术路径 (电子雾化、HNB 等新型烟草全技术路径) 扩张布局的特征，全球化扩张、增厚利润阶段平均 PE (LYR) 达到 20 倍。我们梳理了中国烟草直接持股和中烟系的海外资产，涉及到烟叶种植加工销售、卷烟品牌海外生产运营等 20 家左右经营实体，均有希望成为公司海外整合标的。
- **公司定位为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。传统主业兼具确定性和成长性；中烟系统海外资产储备充足，公司全球资本运作的想象空间大。**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.69/9.98/11.31 亿元，同比 9.9%/14.9%/13.3%，当前市值对应的 PE 为 18/16/14 倍。给予公司 2025 年目标 PE 20 倍，对应目标市值 174 亿元，向上空间 12%，首次覆盖给予“增持”评级！
- **风险提示：**烟叶采购价格提升、卷烟需求下滑、新型烟草竞争加剧风险、地缘政治风险等。

### 财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	10,726	12,107	13,141	14,231	15,376
同比增长率 (%)	44	13	9	8	8
归母净利润 (百万元)	543	791	869	998	1,131
同比增长率 (%)	62	46	10	15	13
每股收益 (元/股)	0.78	1.14	1.26	1.44	1.63
净资产收益率 (%)					
市盈率	28.5	19.6	17.8	15.5	13.7
市净率	6.8	5.6	4.6	3.7	3.1

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

## 投资案件

### 投资评级与估值

中烟香港是中烟体系内唯一烟草业务上市平台，定位中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。中烟系统海外资产储备充足，公司全球资本运作的想象空间大。国内烟草专营体制下，公司独家经营，壁垒深厚，计划性强，且对供应商和客户的议价能力强，传统主业兼具确定性和成长性。

我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 131.41/142.31/153.76 亿元，分别同比 8.5%/8.3%/8.0%。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.69/9.98/11.31 亿元，同比 9.9%/14.9%/13.3%，当前市值对应的 PE 为 18/16/14 倍。

### 关键假设点

**烟叶进口业务：**烟叶进口量计划性较强，延续稳健增长态势，预计 2025-2027 年烟叶进口销量同比+2.0%/+3.0%/+3.0%。

**烟叶出口业务：**烟叶出口区域拓展至欧洲和其他市场带动烟叶出口销量增长，预计 2025-2027 年烟叶出口销量同比+8.0%/+9.0%/+9.0%。

**卷烟出口业务：**全球出境游人流仍处于恢复中，公司加快新品投放、拓展有税市场，提升自营业务比重，预计延续量价提升趋势，预计 2025-2027 年卷烟出口销量同比+15.0%/+15.0%/+12.0%，均价同比+4.0%/+3.0%/+3.0%。

**新型烟草制品出口：**公司采用偏性价比定价策略，积极深耕市场，预计一段时间内延续量增价减趋势，预计 2025-2027 年新型烟草出口销量同比+15.0%/+15.0%/+15.0%，均价同比-5.0%/-5.0%/-5.0%。

### 有别于大众的认识

市场对中烟体系内的海外资产体量和并购带来的估值溢价认识不足。**我们认为中烟系统海外资产储备充足，公司整合空间大。**我们梳理了中国烟草直接持股和中烟系的海外资产，涉及到烟叶种植加工销售、卷烟品牌海外生产运营等 20 家左右经营实体，均有希望成为公司海外整合标的。**参考日本烟草经验，体制改革+全球并购成就国际烟草巨头，在全球化扩张、增厚利润阶段阶段性存在估值溢价。**

### 股价表现的催化剂

海外市场资产整合有实质性推进、全球 HNB 市场渗透率加速提升、卷烟出口、烟叶出口等业务市场扩张。

### 核心假设风险

烟叶采购价格提升、烟草管控政策趋严造成卷烟需求下滑、新型烟草竞争加剧风险、地缘政治风险等。

## 目录

<b>1. 中烟香港：中烟旗下唯一烟草业务上市平台 .....</b>	<b>6</b>
1.1 股权结构：中国烟草控股，管理层经验丰富 .....	7
1.2 商业模式：烟草专营体制下的计划性生意，随业务扩张盈利性提升	8
1.2.1 中国烟草：专营体制，公司国内主要供应商/客户 .....	8
1.2.2 公司独家经营，壁垒深厚，计划性强 .....	10
1.3 财务分析：盈利能力持续提升 .....	12
<b>2. 传统主业：基本盘稳健，出口业务增长动力充足 .....</b>	<b>13</b>
2.1 烟叶进出口：基本盘业务，承担保障优质烟叶供应使命，稳健发展	13
2.1.1 行业：烟叶进出口差异化定位 .....	13
2.1.2 公司：卷烟高端化催化进口需求，区域拓展助力出口增长 .....	16
2.2 卷烟出口：提升自营比重，进军有税市场，助力业绩扩张 .....	18
2.2.1 行业：公司市占率领先地位，收入端随出境人流修复 .....	18
2.2.2 公司：品规、品类、区域扩张带动增长 .....	19
2.3 新型烟草：聚焦重点市场精耕细作，提质增效 .....	21
2.3.1 行业：两大烟草巨头专利和解，全球 HNB 市场有望快速扩容 .....	21
2.3.2 公司：加快产品迭代，布局差异化渠道，助力盈利提升 .....	22
<b>3. 资本运作：中烟海外资产整合的独家营运实体 .....</b>	<b>24</b>
3.1 日本烟草经验：体制改革+全球并购成就国际烟草巨头 .....	24
3.2 公司：中烟系统海外资产储备充足，公司整合空间大 .....	26
<b>4. 盈利预测与估值分析 .....</b>	<b>28</b>
4.1 盈利预测 .....	28
4.2 估值分析 .....	29
<b>风险提示 .....</b>	<b>30</b>
<b>附表 .....</b>	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 2019-2024 年收入 CAGR 为 8.5% .....	6
图 2: 2019-2024 年净利润 CAGR 为 22.6% .....	6
图 3: 公司发展历程.....	6
图 4: 公司股权结构稳定.....	7
图 5: 中国烟草管理体制.....	8
图 6: 我国烟草行业税利总额占财政收入 7%左右 .....	9
图 7: 公司烟叶进口业务模式.....	10
图 8: 公司烟叶出口业务模式.....	11
图 9: 公司卷烟出口业务模式.....	11
图 10: 2024 年烟叶进出口业务收入占比为 79% .....	12
图 11: 2024 年烟叶进出口业务毛利占比为 66% .....	12
图 12: 烟叶出口和卷烟出口毛利率有序优化.....	12
图 13: 公司整体能力处于上行通道.....	12
图 14: 公司烟叶进口业务均价远高于出口 .....	13
图 15: 2023 年全球烟叶产量 259.1 万吨, 同比+17.6%.....	14
图 16: 2023 年亚洲和大洋洲烤烟/白肋烟产量占比分别为 29%/26%.....	14
图 17: 2017-2023 年我国卷烟销售量 CAGR 为 0.5%.....	14
图 18: 2017-2023 年我国卷烟销售价 CAGR 为 4.1%.....	14
图 19: 2003-2022 年中国烟草出口销量/均价 CAGR 分别为 0.8%/4.0% .....	15
图 20: 我国烟叶产量从 2021 年逐渐企稳 .....	15
图 21: 2019-2024 年公司烟叶进口量/均价 CAGR 分别为 5.1%/7.5%.....	16
图 22: 公司主要烟叶进口地区为巴西、美国、赞比亚、阿根廷 .....	16
图 23: 2024 年公司烟叶进口毛利率 10.0%, 较 2016 年提升 5.7pct .....	16
图 24: 2024 年巴西业务收入 9.72 亿元, 同比+40.1%, 毛利率 17.5% .....	16
图 25: 2019-2024 年公司烟叶来出口量/均价 CAGR 分别为-0.5%/0.2%.....	17
图 26: 公司主要烟叶出口地区为印尼等东南亚国家和中国港澳台地区.....	17
图 27: 公司烟叶出口 CR5 基本在 70%以上 .....	17
图 28: 2024 年公司烟叶出口毛利率 4.1%, 整体较为稳定.....	17
图: 年全球出境游人数恢复至 年的 % .....	

图 30: 东南亚传统烟草销售额基本稳定 .....	18
图 31: 2018 年公司在港澳地区、泰国、新加坡免税卷烟市场市占率 37.6% 18	
图 32: 2018 年公司在境内关外地区免税卷烟市场的市占率为 37.7%.....	18
图 33: 2019-2024 年公司卷烟出口销量/均价 CAGR 分别为-9.5%/4.4%.....	19
图 34: 2018 年卷烟出口中国境内关外占比 60.9% .....	19
图 35: 2018 年卷烟出口 TOP5 品牌收入占比 67.8% .....	20
图 36: 公司卷烟出口前十大品牌销售占比整体下降 .....	20
图 37: 2024 年公司卷烟出口毛利率 17.6%，同比+4.1pct.....	20
图 38: 公司和四川中烟签署长城雪茄独家经销协议，进军有税市场 .....	20
图 39: 2023 年全球 HNB 销售额 341 亿美元，同比+12% .....	21
图 40: 全球 HNB 主要市场在日韩和欧洲（图为 2022 年 HNB 分地区销售额） 21	
图 41: 各省中烟工业公司 HNB 布局.....	22
图 42: 2019-2024 年公司新型烟草出口销量/均价 CAGR 为 47.9%/-6.0%.....	22
图 43: 公司市场覆盖度持续提升 .....	22
图 44: 2024 年新型烟草业务毛利率 5.2pct，同比+0.8pct.....	23
图 45: 2018 年宽窄和 MC 是主要新型烟草销售主力 .....	23
图 46: 2024 年日本烟草收入、净利润体量分别达到 203 亿美元、30 亿美元 ...	25
图 47: 2007-2015 年日烟平均 PE 为 20 倍，2016-2024 年平均 PE 为 15 倍	25
表 1: 公司管理层拥有多年烟草行业从业经验.....	7
表 2: 我国烟草税利名目 .....	9
表 3: 我们预计国内烟草行业实际税率约 46% .....	9
表 4: 公司五大业务介绍.....	10
表 5: 卷烟税率两次提升推升零售价 .....	15
表 6: 日本烟草全球化扩张历程 .....	24
表 7: 中国烟草总公司持股及中烟系境外子公司的海外资产 .....	27
表 8: 估值分析表 .....	29
表 9: 公司收入拆分.....	31
表 10: 公司利润表 .....	32
表 11: 公司资产负债表 .....	32
表 12: 公司现金流量表 .....	33

# 1. 中烟香港：中烟旗下唯一烟草业务上市平台

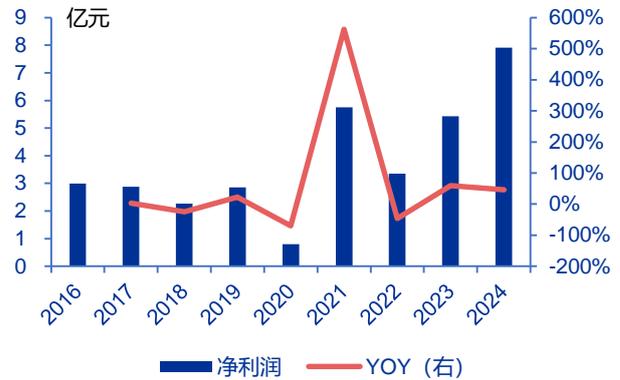
公司为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。公司主营烟叶进出口、卷烟出口、新型烟草制品出口业务，2024 年烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/新型烟草制品 / 巴西业务收入占比为 63%/16%/12%/1%/8%，毛利占比为 60%/6%/20%/1%/13%。2019 年上市以来公司业绩稳健增长，盈利能力优化，2019-2024 年收入/毛利/净利润 CAGR 分别为 8.5%/27.8%/22.6%。2023 年来随着全球公共卫生事件影响减弱，公司业绩复苏明显，2023/2024 年收入分别为 107.26/121.07 亿元，同比 +44.3%/+12.9%，净利润分别为 5.43/7.91 亿元，同比+62.0%/45.7%。

图 1：2019-2024 年收入 CAGR 为 8.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

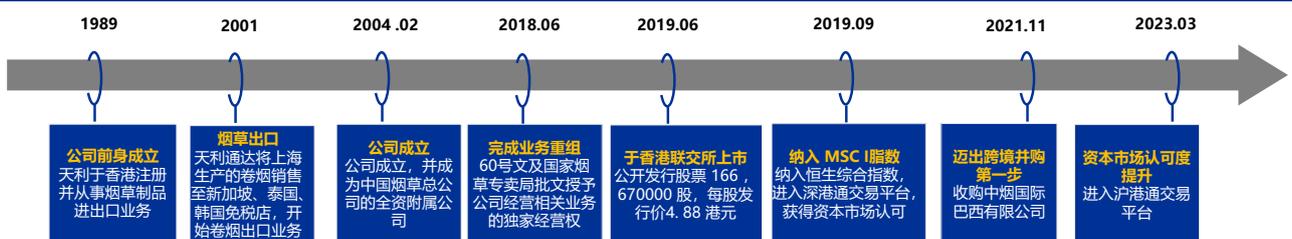
图 2：2019-2024 年净利润 CAGR 为 22.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**公司业务版图从贸易环节逐渐延伸至上游各环节；其作为资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台，为中国烟草整合境外资源和产业链的历史使命逐渐清晰。**公司前身为天利国际经贸有限公司，1989 年在中国香港成立，从事烟草制品进出口业务，2001 年天利拓展卷烟出口业务，将上海生产的卷烟销售至新加坡、泰国和韩国的免税店；2004 年公司成立，成为中国烟草总公司的全资附属公司。2018 年公司完成业务重组，新增新型烟草制品出口业务，确定了烟叶进口、烟叶出口、卷烟出口和新型烟草制品出口的四大业务板块，根据国家烟草专卖局 60 号文件，授予公司相关业务的独家经营权。2019 年在香港联交所上市，同年纳入恒生综合指数，进入深港通交易平台，逐渐获得资本市场认可。2021 年公司收购中烟国际巴西有限公司，业务环节自贸易延伸至烟叶种植、加工等环节，开启了以上市平台为依托，推进中国烟草境外资源整合和全产业协同发展的新格局。

图 3：公司发展历程

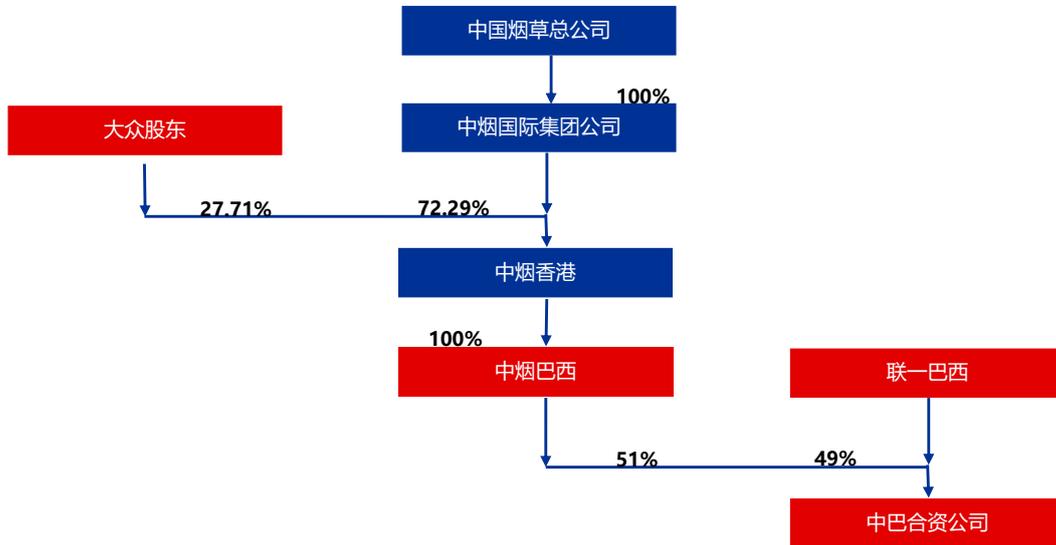


资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

## 1.1 股权结构：中国烟草控股，管理层经验丰富

大股东持股比例高，股权结构稳定。截止 2024 年，中国烟草总公司通过中烟国际集团有限公司持股 72.29%，持股比例高且稳定。

图 4：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理层经验丰富，深耕烟草行业，背景多元。如董事会主席邵岩先生曾在云南省烟草专卖局工作近 20 年，副总经理徐增云曾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机构担任要务，副总经理阎飙曾在菲莫国际担任要务等。

表 1：公司管理层拥有多年烟草行业从业经验

姓名	职务	个人履历
邵岩	董事长,非执行董事	1991年7月至1995年10月担任云南省烟草科学研究所干部，随后其从1995年10月至2001年1月先后担任 <b>云南省烟草公司</b> 烟叶生产处副科长及烟叶处科长。2001年1月至2007年4月，先后担任云南省烟草专卖局(公司)烟叶管理处副处长及副总农艺师。2007年4月至2010年11月，邵先生先后担任 <b>天泽烟草有限责任公司</b> 副总经理及总经理。2009年4月至2015年12月，邵先生担任云南省烟草专卖局(公司)副总经理。自2015年12月起，邵先生一直担任中烟国际总经理。2016年8月获委任为公司董事，自2018年6月起一直为董事会主席、非执行董事
代佳辉	执行董事，总经理	1998年8月至2000年10月担任北京市西城区审计局财政金融审计科科员。自2000年10月至2005年12月先后担任中国烟草进出口(集团)公司财务管理部副主任科员及主任科员。于2005年12月至2012年6月，担任中国卷烟销售公司财务部副主任。2012年6月至2017年1月，担任中国烟草国际有限公司财务管理部副主任。2017年1月至2021年1月，担任中国烟草国际有限公司财务管理部主任。2021年1月至2023年7月，先后担任中烟国际集团有限公司财务管理部总监及人力资源部总监。2023年7月加入公司，担任公司执行董事、总经理
王成瑞	执行董事，公司秘书	2013-2016年任国家烟草专卖局烟草经济信息中心主任科员，2016-2017年任中烟国际企划投资部主任科员，2016-2018年任中烟国际集团战略发展部副经理。2018年4月加入公司，自2018年12月起担任执行董事，自2019年6月起担任公司秘书
徐增云	执行董事，副总经理	2007年7月至2021年1月，彼历任中国烟草国际有限公司科员、副主任科员、主任科员及副调研员。期间，于2013年8月至2016年8月担任 <b>中烟英美烟草国际有限公司</b> 高级品牌经理、品牌副总监；2017年2月至2019年1月，担任 <b>中国烟草迪拜瑞世达贸易有限公司</b> 副总经理；2019年1月至2020年1月，担任 <b>中烟国际中东公司</b> 副总经理兼营销部经理。2021年1月至2022年9月，担任中烟国际集团有限公司卷烟事业部副总监。2022年加入公司，担任执行董事和副总经理
茅紫璐	执行董事，副总经理	2014年至2020年，任中国烟草国际有限公司烟叶运营部副主任科员、主任科员；2020年9月至2022年4月，历任中国烟草国际有限公司国营贸易部主任科员、副调研员。2022年4月加入公司，2022年9月起担任公司执行董事，2023年4月起担任公司副总经理
阎飙	副总经理	1993年5月加入加拿大KPMG会计师事务所并于1996年12月被认定为高级审计师。其自1997年2月至1999年2月担任 <b>奥驰亚</b> 高级公司审计师；自1999年3月至2003年10月担任 <b>菲莫国际</b> 菲律宾制造有限公司的项目总审计师；自2003年10月至2006年8月担任菲莫国际亚洲集团有限公司的大区高级司库；自2006年9月至2014年8月担任菲莫国际的财务、业务发展及国际合资公司总监；自2014年9月至2019年1月担任菲莫中国企业管理有限公司的公司董事、财务及业务发展总监；自2019年2月至2021年7月担任PMI亚洲集团有限公司的大区战略及项目交付总监。2022年加入公司，2023年2月起担任公司副总经理

资料来源：公司公告，申万宏源研究

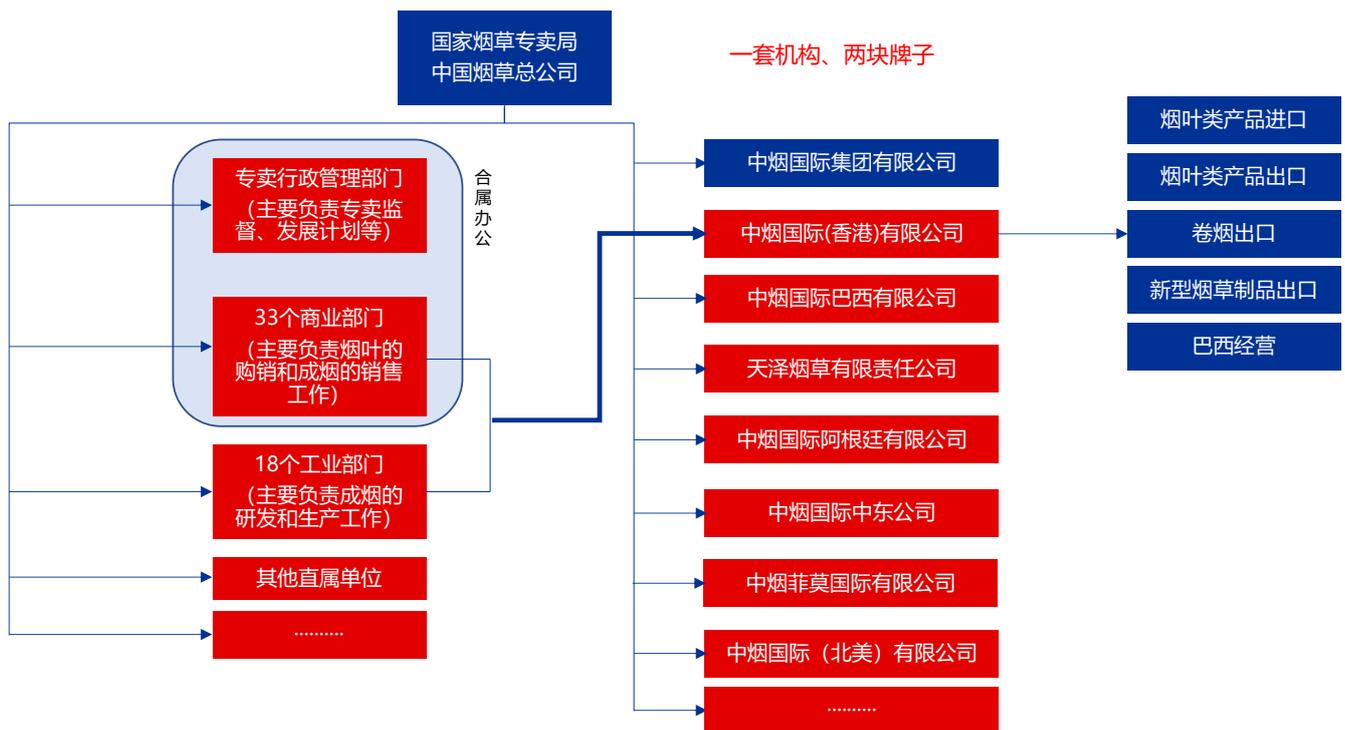
## 1.2 商业模式：烟草专营体制下的计划性生意，随业务扩张盈利性提升

### 1.2.1 中国烟草：专营体制，公司国内主要供应商/客户

中国烟草实行统一领导、垂直管理、专卖专营的运行机制，一套机构、两块牌子的治理体系。国内烟草行业实行烟草专卖制度，1982年，中国烟草总公司成立；1984年，国务院批准设立国家烟草专卖局，与中国烟草总公司一套机构、两块牌子，国家烟草专卖局对烟草专卖进行全面的行政管理，中国烟草总公司统一领导、全面经营管理烟草行业的产供销、人财物、内外贸业务；1991年全国人大常委会通过《中华人民共和国烟草专卖法》，采用三合一体制，即烟草专卖局、烟草公司、卷烟生产企业三家单位合一。截止目前中烟系统内有33家省级烟草公司，17家省级中烟工业公司，另有中国烟草实业发展中心（统一管理8个省（市）工业公司及其卷烟厂），92家卷烟工厂，450家地市级烟草专卖局，2393家县级局（分公司、营销部），职工51万人；全国有580多万户卷烟零售户、250万烟农，烟草产业涉及2100多万人的直接就业，带动3300余万人间接就业。

中国烟草总公司为中烟香港的国内主要供应商/客户。一般情况下，国内卷烟流转体系包括：烟叶种植和烘烤（烟站→烟农）→烟叶收购（烟农→烟站，即烟草公司）→烟叶销售（烟草公司→中烟工业公司）→卷烟生产（中烟工业公司）→卷烟销售（烟草公司）→零售商（向烟草专卖局申请卷烟零售许可证）→终端消费者。公司烟叶进出口业务的主要合作方是烟草公司，卷烟出口、新型烟草出口业务的主要合作方是中烟工业公司。

图 5：中国烟草管理体制



资料来源：中国烟草总公司官网，申万宏源研究

烟草相关税收是国家财政收入重要来源，占当年财政收入比重约 7%，经过我们测算，烟草行业税率约为 46%，其中生产和批发环节征收的消费税占比约 57%。我国烟草税利主要为税收、专项收益两种形式，其中，税收是主力，国家设置 7 类税目，分别就烟草收购、生产、批发、零售、进口等环节收税。根据中国烟草总公司数据，2024 年烟草行业实现工商税利总额 16008 亿元，同比增长 5.0%；实现财政总额 15446 亿元，同比增长 2.8%，2024 年烟草行业利税总额占当年财政收入比重为 7.3%，同比增长 0.3pct。根据我们测算，我国烟草行业税率约为 46%，其中生产和批发环节征收的消费税占比约 57%，是税收主力。从税收归属看，中央：地方比重为 68%：32%。

表 2：我国烟草税利名目

税目	税率	计税依据	征收环节	法律依据
<b>税收</b>				
1、烟叶税	20%	收购烟叶实际支付的价款总额	收购环节	《中华人民共和国烟叶税法》
2、增值税	17%			《中华人民共和国增值税暂行条例》
3、消费税		不含税卷烟出厂价		《关于调整卷烟消费税的通知》 《卷烟消费税计税价格信息采集和核定管理办法》
<b>生产环节</b>				
1) 甲类卷烟(调拨价70元或以上/条)			生产环节	
比例税率	56%			
定额税率	0.003元/支			
2) 乙类卷烟(调拨价低于70元/条)			生产环节	
比例税率	36%			
定额税率	0.003元/支			
3) 雪茄			生产环节	
比例税率	36%			
4) 烟丝			生产环节	
比例税率	30%			
<b>商业批发环节</b>		不含税批发价	批发环节	《卷烟消费税计税价格信息采集和核定管理办法》
比例税率	11%			
定额税率	0.005元/支			
4、城市维护建设税	7%	烟草企业上缴的消费税、增值税之和		
5、教育附加及地方教育附加	5%			
6、进口关税	25%	进口额		
7、企业所得税	25%	所得额		
<b>专项收益</b>				
1、国有资本收益	25%	税后利润的固定比例		2014年数据
2、专项税后利润	450亿元			2014年数据
<b>政府性基金和费用</b>				
水利建设基金、防洪安全基金、河道	30.5亿元			2014年数据

资料来源：中国烟草总公司，申万宏源研究

图 6：我国烟草行业税利总额占财政收入 7%左右



资料来源：财政部，中国烟草总公司，申万宏源研究

表 3：我们预计国内烟草行业实际税率约 46%

假设一包香烟(甲类卷烟)零售价格20元	计算方式	计算结果			
零售价(含税)	售卖给终端消费者的价格	20.00			
零售价(不含税)	含税零售价/(1+17%)	17.09			
批发价(含消费税)	增值税不含税价格×(1-零售环节毛利率)	15.56			
批发价(不含消费税)	(含消费税批发价-定额税率)/(1+比例税率)	13.92			
卷烟厂出厂价(含消费税)	含消费税出厂价×(1-批发环节毛利率)	9.89			
卷烟厂出厂价(不含消费税)	(含消费税出厂价-定额税率)/(1+比例税率)	6.30			
卷烟成本(含税)	出厂价不含税价格×(1-成本利润率)	5.67			
卷烟收购价格(不含税)	不含税卷烟厂成本价格/(1+烟叶税)/(1+10%)	4.29			
<b>实际税率测算</b>	<b>税种</b>	<b>计算公式</b>	<b>合计税额</b>	<b>中央</b>	<b>地方</b>
<b>收购环节</b>	烟叶税	不含税收购价格* (1+10%) * (1+20%)	0.94		0.94
<b>生产环节</b>	消费税(中央100%)	不含税卷烟出厂价*56%+0.003*20	3.59	3.59	
	增值税(中央50%，地方50%)	增值额(含消费税卷烟出厂价-成本)*17%	0.95	0.48	0.48
	城市维护建设税(地方100%)	(消费税+增值税)*7%	0.32		0.32
	教育附加及地方教育附加(地方100%)	(消费税+增值税)*5%	0.23		0.23
	<b>合计</b>		<b>5.08</b>	<b>4.06</b>	<b>1.02</b>
<b>批发环节</b>	消费税(中央100%)	不含税批发价格*11%+0.005*20	1.63	1.63	
	增值税(中央50%，地方50%)	增值额(含消费税卷烟批发价-出厂价)*17%	0.96	0.48	0.48
	城市维护建设税(地方100%)	(消费税+增值税)*7%	0.18		0.18
	教育附加及地方教育附加(地方100%)	(消费税+增值税)*5%	0.13		0.13
	<b>合计</b>		<b>2.91</b>	<b>2.11</b>	<b>0.79</b>
<b>零售环节(一般纳税人)</b>	增值税(中央50%，地方50%)	增值额(不含税零售价-批发价)*17%	0.26	0.13	0.13
	城市维护建设税(地方100%)	(消费税+增值税)*7%	0.02		0.02
	教育附加及地方教育附加(地方100%)	(消费税+增值税)*5%	0.01		0.01
	<b>合计</b>		<b>0.29</b>	<b>0.13</b>	<b>0.16</b>
<b>税收合计</b>	收购税		0.94	-	0.94
	消费税		5.22	5.22	-
	增值税		2.18	1.09	1.09
	城市维护建设税		0.52	-	0.52
	教育附加及地方教育附加		0.37	-	0.37
	收购环节		0.94	-	0.94
	生产环节		5.08	4.06	1.02
	批发环节		2.91	2.11	0.79
	零售环节		0.29	0.13	0.16
<b>税收总和</b>			<b>9.23</b>	<b>6.31</b>	<b>2.92</b>
<b>税收总和占终端零售价比例</b>			<b>46.13%</b>	<b>31.53%</b>	<b>14.60%</b>

资料来源：中国烟草总公司，申万宏源研究

### 1.2.2 公司独家经营，壁垒深厚，计划性强

中国烟草实行专卖专营的管理体制，公司独家经营地位壁垒深厚，经营计划性强，盈利稳定性强：**1) 量具有计划性**：与中国烟草旗下相应实体订立独家经营及长期供货框架协议，每年按照中国烟草的计划采购或者销售；**2) 商业模式加成稳定**：公司几大业务均约定相对稳定的加成比例，且基本没有运费、汇率波动风险。**3) 烟价全球波动，但公司相对具备议价能力**：尽管烟价全球性波动，但公司独家经营地位下，对客户和供应商的定价能力比较强，可以有策略管理成本。**中烟巴西及中巴并表、卷烟出口业务自营比例提升等推进，公司盈利能力提升，但波动也增加。**

表 4：公司五大业务介绍

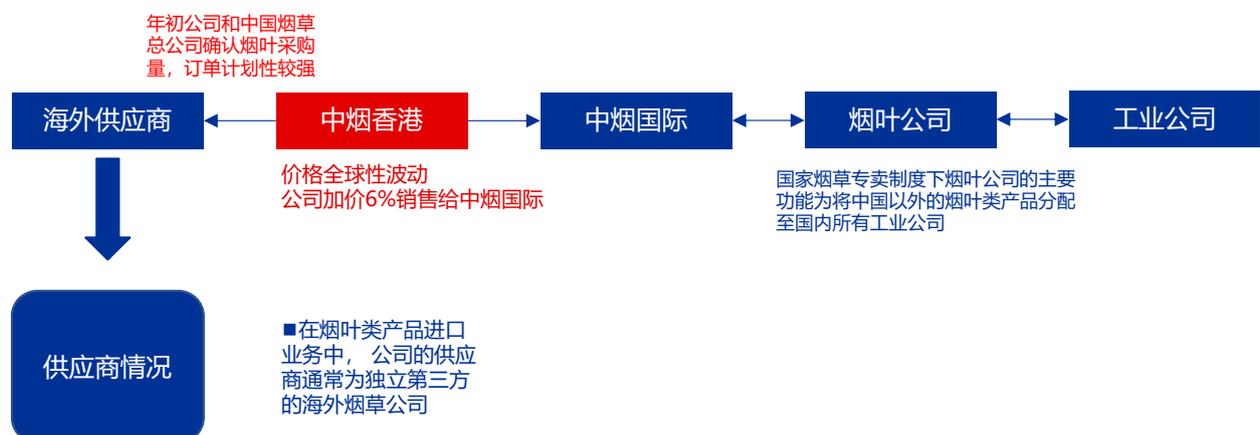
业务类型	基本介绍
烟叶类产品进口	自全球原产国或地区(受制裁国家及地区外)，如巴西、阿根廷、加拿大、赞比亚等，进口烟叶类产品至中国内地
烟叶类产品出口	从进出口公司或工业公司采购烟叶产品销售给中国香港、中国澳门、中国台湾、东南亚、欧洲等地的卷烟生产企业；卷烟生产企业授权公司代理采购
卷烟出口	向独家经营区域直接销售或通过分销商销售中国烟草总公司集团旗下卷烟，独家经销区域为泰国、新加坡、中国香港、中国澳门的免税市场以及中国境内关外地区。2023年底以来逐步开拓有税市场
新型烟草制品出口	2018年5月开始独家经营，将新型烟草制品出口至全球海外市场的零售商及批发商，主要市场包括泛俄地区、东南亚、中东等
巴西经营	2021年收购中烟巴西，并间接控股中巴公司，进行烟叶种植、采购、加工、以及烟草生产所需的农用物资采购，主要产品包括成品片烟和副产品

资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 分业务看：

**1) 烟叶进口**：主要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。一般年初公司和中国烟草总公司确认烟叶采购量，订单计划性较强；采购价格随全球烟价波动，公司加价 6%，通过中烟国际销售给烟草公司，盈利波动性小。**收购中烟巴西后**（中国向巴西进口的烟叶计入“烟叶进口业务”中，巴西向中国以外销售的烟叶计入“巴西经营业务”中），**烟叶进口业务毛利率提升，但波动增加**：巴西业务将经营环节从纯贸易延伸到烟叶种植、加工等环节，源头采购减少加价环节，提升烟叶进口业务的毛利表现；但同时，烟叶种植会受到厄尔尼诺天气等气候影响，毛利率波动性增加。

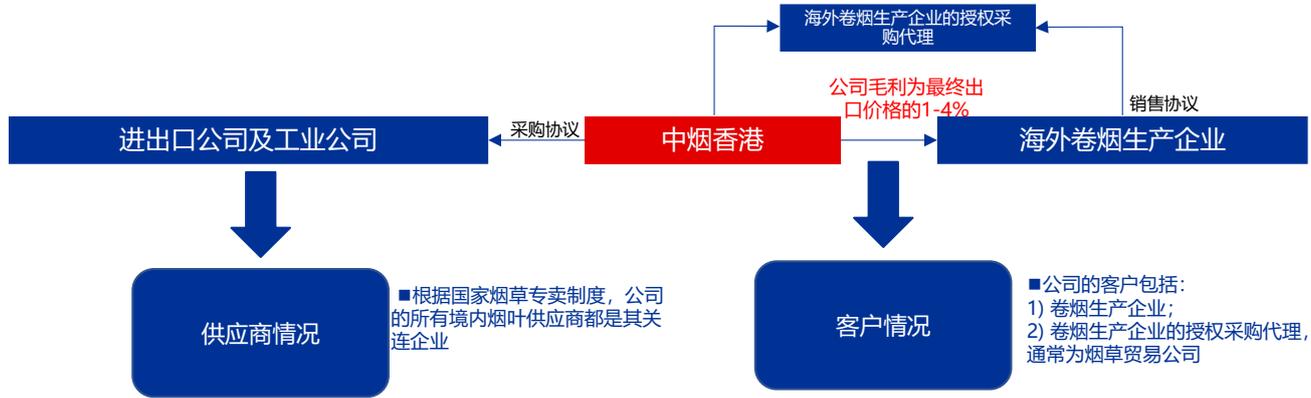
图 7：公司烟叶进口业务模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2) **烟叶出口**: 主要向中国港澳台、东南亚等地出口烟叶。一般公司从中国烟草总公司采购烟叶, 并和海外卷烟生产企业协商销售条款协议意向订单, 订单量波动性大于烟叶进口; 定价方面, 业务下游销售价格主要受市场价格影响, 上游向中烟的采购协议采取固定利润率法定价, 其利润率范围在销售价的不低于 1%至 4%。

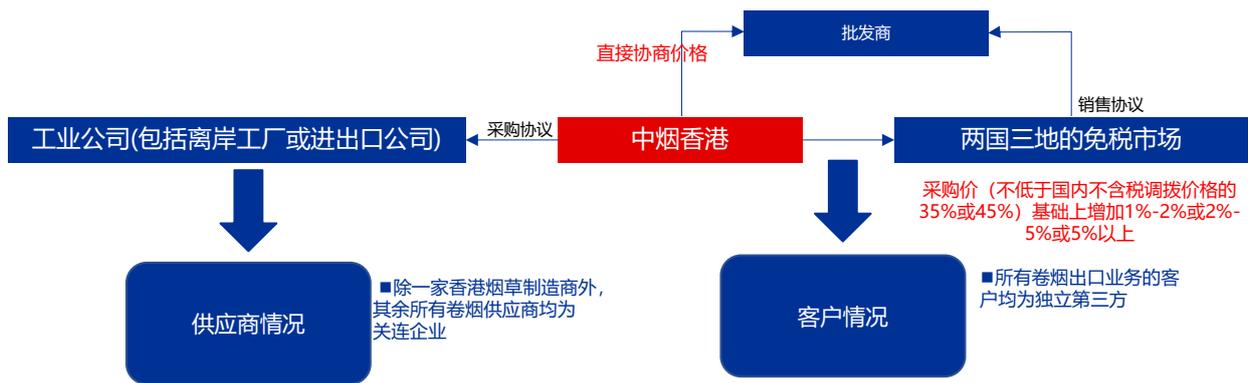
图 8: 公司烟叶出口业务模式



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3) **卷烟出口**: 一般公司从中烟工业公司采购卷烟, 直接或者通过分销商销售至向泰国、新加坡、中国香港、中国澳门、中国内地境内关外地区免税店 (即两国三地免税市场), 近年来进一步拓展有税市场, 订单波动性大于卷烟进出口。直销渠道价格协商, 分销渠道销售价格在采购价 (不低于国内不含税调拨价格的 35%或 45%) 基础上增加 1%-2%或 2%-5%或 5%以上, 盈利波动性也有增加, 近年来公司不断提升卷烟出口业务的自营比例, 盈利能持续优化。

图 9: 公司卷烟出口业务模式



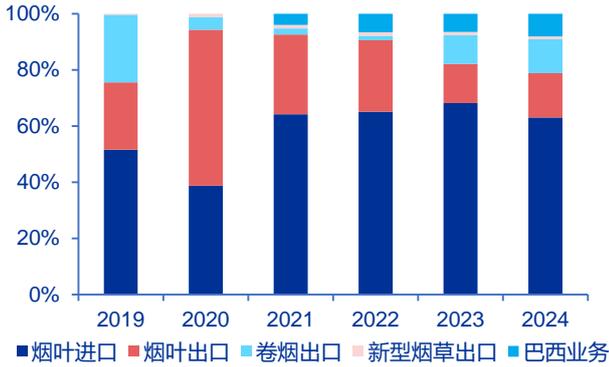
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4) **新型烟草制品出口**: 2018 年 5 月公司开始新型烟草制品出口业务。从中烟工业公司采购 HNB 产品, 向全球市场 (中国内地除外) 出口, 订单波动性较大。定价方面, 目前加价不低于为 1%, 公司可根据国际市场状况及相关经营成本的变动而调整该等加价比例, 毛利率目前维持在较低水平。

### 1.3 财务分析：盈利能力持续提升

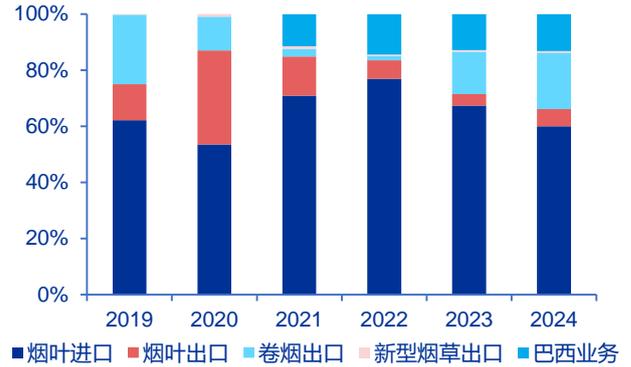
烟叶进出口业务是基本盘和压舱石，卷烟出口业务快速修复。2024 年烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/新型烟草/巴西业务收入占比为 63%/16%/12%/1%/8%，毛利占比为 60%/6%/20%/1%/13%，其中烟叶进出口业务 2024 年收入/毛利合计占比分别为 79%/66%。2023 年随出境游人流恢复，卷烟出口业务快速修复，收入占比自 2022 年低点的 1%修复至 2024 年的 12%，但仍未恢复到 2019 年的高点 24%。

图 10：2024 年烟叶进出口业务收入占比为 79%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

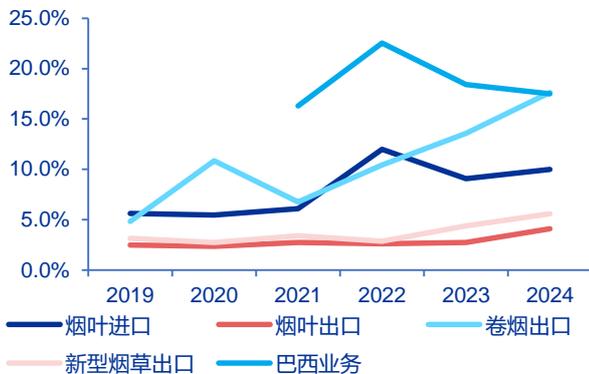
图 11：2024 年烟叶进出口业务毛利占比为 66%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

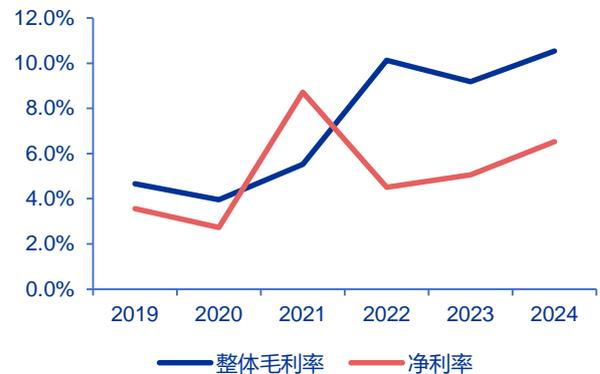
订单计划性和固定加成模式下毛利率整体稳定，近年来随着中烟巴西并表和卷烟出口自营比例提升有序优化；带动整体盈利能力提升。2021 年前烟叶进口毛利率维持在 5%左右，2021 年随着高毛利中烟巴西业务并表，2024 年烟叶进口毛利率已经提升至 10.0%，较 2019 年提升 4.4pct；卷烟出口毛利率随着产品组合优化、自营比例提升，2024 年已经达到 17.6%，较 2019 年提升 12.8pct。2024 年公司整体毛利率、净利率分别达到 10.5%、6.5%，较 2019 年提升 5.9、3.0pct。

图 12：烟叶出口和卷烟出口毛利率有序优化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 13：公司整体能力处于上行通道



资料来源：公司公告，申万宏源研究

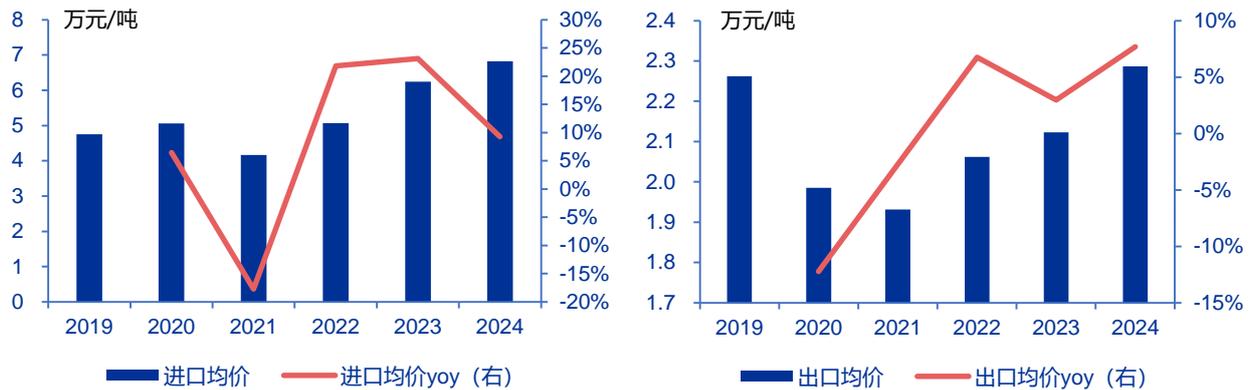
## 2. 传统主业：基本盘稳健，出口业务增长动力充足

### 2.1 烟叶进出口：基本盘业务，承担保障优质烟叶供应使命，稳健发展

#### 2.1.1 行业：烟叶进出口差异化定位

国内进口烟叶以中高端为主，顺应国内卷烟高端化趋势，均价远超于出口烟叶。进口以高端烟叶为主，将国内种植和进口的烟叶混合制造高端卷烟，充分顺应国内卷烟高端化趋势。根据中烟香港公告，2019-2024 年烟叶进口均价自 4.75 万元/吨提升至 6.83 万吨/吨，CAGR 为 7.5%；同期烟叶出口均价自 2.26 万元/吨变动至 2.29 万元/吨，CAGR 仅为 0.2%。

图 14：公司烟叶进口业务均价远高于出口

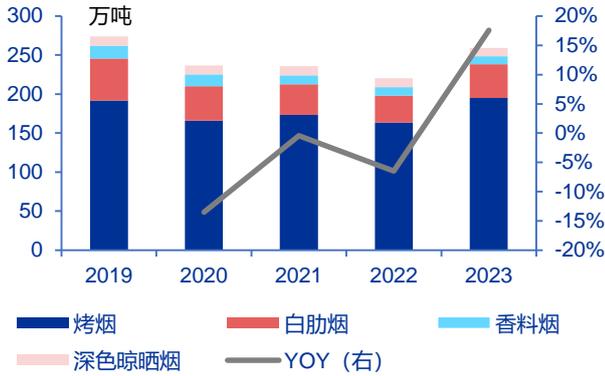


资料来源：公司公告，申万宏源研究

#### 烟叶进口：

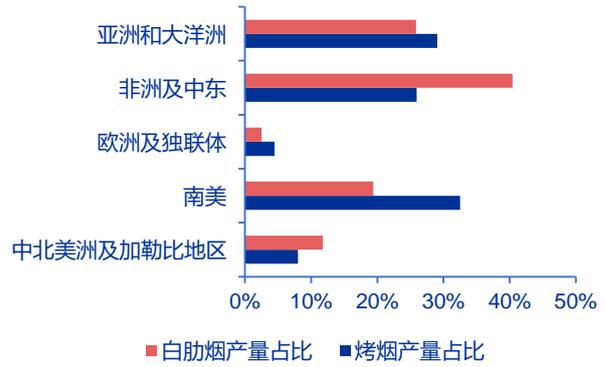
**全球烟叶种植类型差异化分布，天然催化进口需求。**国内烟叶种植以烤烟型烟叶为主，也是全球主流种植烟叶，主要用来制作烤烟型卷烟，其他类型的卷烟，如混合型卷烟，除了烤烟烟叶外，还需添加一定比例的白肋烟、香料烟、晾烟。根据 2023 年世界烟草发展报告，2024 年全球烟叶产量 259.1 万吨，同比增长 17.6%，2019-2023 年 CAGR 为-1.4%；2023 年烤烟、白肋烟、香料烟、深色晾晒烟叶产量占比分别为 75%、17%、4%、4%。不同地区由于天气、历史沿袭等因素差异，优势烟草类型分布存在差异，2023 年烤烟前三大种植区域分别为南美、亚洲和大洋洲、非洲及中东，产量占比分别为 33%、29%、26%；2023 年白肋烟前三大种植区域分别为非洲及中东、亚洲和大洋洲、南美，产量占比分别为 40%、26%、19%。

图 15: 2023 年全球烟叶产量 259.1 万吨, 同比 +17.6%



资料来源: 2023 年世界烟草发展报告, 申万宏源研究

图 16: 2023 年亚洲和大洋洲烤烟/白肋烟产量占比分别为 29%/26%



资料来源: 2023 年世界烟草发展报告, 申万宏源研究

**高端卷烟的需求增长持续催化高端烟叶进口需求。**一方面, 2016 年国家烟草专卖局已经通过减少小烟草种植面积及采购量来降低采购量, 逐步削减烟叶类产品的国内产量, 边际增加进口需求。另外一方面, 控烟趋势下, 卷烟消费量下滑, 为保证盈利体量, 卷烟高端化和烟草税率提升成为确定性趋势, 根据国家统计局数据, 2017-2023 年我国卷烟销售量自 4738 万箱提升至 4885 万箱, 销量 CAGR 为 0.5%, 基本持平; 但是卷烟销售均价自 11.99 元/包提升至 15.23 元/包, 销售均价 CAGR 为 4.1%, 均价提升已经成为卷烟国内卷烟销售额增长的主力。

图 17: 2017-2023 年我国卷烟销售量 CAGR 为 0.5%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

图 18: 2017-2023 年我国卷烟销售价 CAGR 为 4.1%



资料来源: 国家统计局, 申万宏源研究

**此外, 卷烟税率提升也带动卷烟价格提升。**2001 年以来国内开始实行从量和从价相结合的卷烟征税方式, 彼时甲类卷烟 (调拨价 50 元/条或以上) 生产环节的消费税比例税率为 45%, 定额税率为 0.003 元/支, 乙类卷烟 (调拨价 50 元/条以下) 生产环节的消费税比例税率为 30%, 定额税率为 0.003 元/支; 批发环节尚不征税。**随后两次提升卷烟税率, 分别为: 1) 2009 年 5 月至 2015 年 5 月: 甲类卷烟的调拨价上调至 70 元/条或以上, 消费税比例税率提升至 56% (此前为 45%), 乙类卷烟的消费税比例税率提升至 36% (此前为 % ) ; 此外新增批发环节消费税, 比例税率 % , 我们测算此次加税增加卷烟零售**

价 13%。2) 2015 年 5 月至今：批发环节消费税比例税率提升至 11%（此前为 5%），此外新增批发环节定额税率 0.005 元/支，我们测算此次加税增加卷烟零售价 6%。

表 5：卷烟税率两次提升推升零售价

	说明	2001.6-2009.5	2009.5-2015.5	2015.5.10至今
<b>税收对零售价影响</b>			<b>13%</b>	<b>6%</b>
<b>零售价</b>	销售给消费者价格	<b>20.83</b>	<b>23.53</b>	<b>25.00</b>
零售价（不含税）	17%	17.81	20.11	21.37
批发价（含消费税）	零售环节毛利率10%	16.03	18.10	19.23
批发价（不含消费税）	(含税批发价-定额税率)/(1+比例税率)	16.03	17.23	17.23
出厂价（含消费税）	批发环节毛利率30%	11.22	12.06	12.06
出厂价（不含消费税）	(含税出厂价-定额税率)/(1+比例税率)	7.70	7.70	7.70
成本价	生产环节毛利率30%	<b>5.39</b>	<b>5.39</b>	<b>5.39</b>

资料来源：中国烟草总公司，申万宏源研究

### 烟叶出口：

中国烟叶类产品独特口感和香型带动烟叶出口需求，出口均价有序提升。中国是世界烤烟类烟叶生产大国，且在烟草总公司系统性质量控制下，出口需求稳中有升，均价有序提升，2022 年中国烟草出口数量为 27.64 万吨，出口均价为 2029 美元/吨，2003-2022 年中国烟草出口销量/均价 CAGR 分别为 0.8%/4.0%。

考虑到我国烟叶产量规模基本维稳、全球控烟趋势强化，预计后续烟叶出口需求整体维稳。2012 年烟叶产量达到峰值 324.60 万吨后规模有所回落，2020 年来逐渐回暖，当前规模整体维稳，根据国家统计局数据，2023 年我国烟叶产量 229.70 万吨，同比增长 5.0%，2003-2023 年产量 CAGR 为 0.1%。随着全球控烟趋势强化，东南亚主要国家吸烟率有所回落，菲律宾、马来西亚吸烟率分别较 2000 年的高点 34.9%、29.5%下降至 2020 年的 22.9%、22.5%。

图 19：2003-2022 年中国烟草出口销量/均价 CAGR 分别为 0.8%/4.0%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 20：我国烟叶产量从 2021 年逐渐企稳

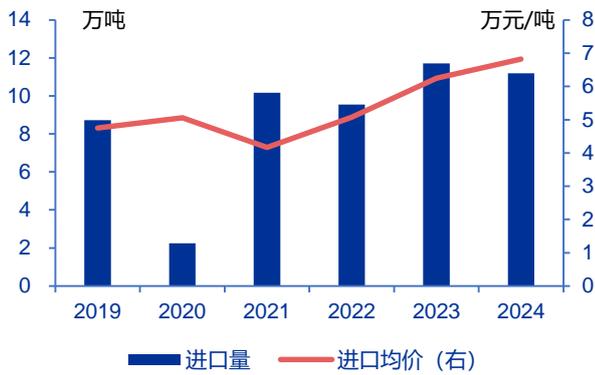


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

### 2.1.2 公司：卷烟高端化催化进口需求，区域拓展助力出口增长

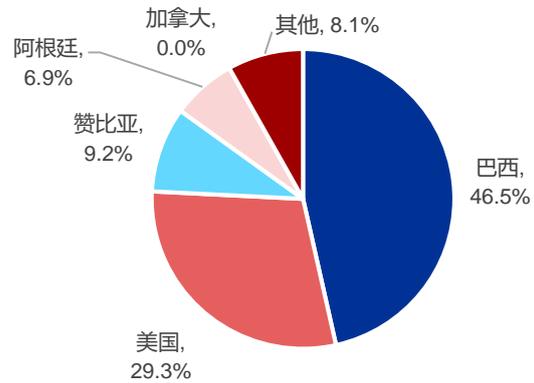
公司承担稳定和保障优质烟叶资源的重要使命。2024 年烟叶进口收入 76.44 亿元，同比+4.4%，其中进口量 11.20 万吨，同比-4.5%，主要受到发运节奏扰动；进口均价 6.83 万元/吨，同比+9.3%，延续价增趋势，2019-2024 年烟叶进口收入/进口量/均价 CAGR 分别为 13.0%/5.1%/7.5%。从进口区域看，主要进口国为巴西、美国、阿根廷、赞比亚等。展望后续：公司作为高端烟叶进口的主要渠道，将持续受益于国内卷烟高端化趋势，预计延续量价齐升态势。

图 21: 2019-2024 年公司烟叶进口量/均价 CAGR 分别为 5.1%/7.5%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 22: 公司主要烟叶进口地区为巴西、美国、赞比亚、阿根廷



资料来源：公司招股书，申万宏源研究；注：上述为 2018 年数据

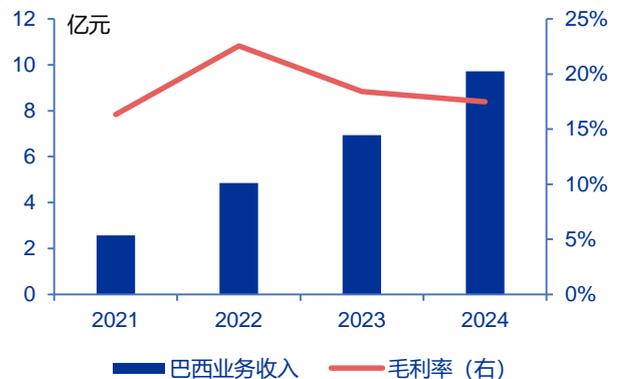
固定加成的商业模式下进口毛利率相对稳定，附属公司并表增厚毛利和波动。2021 年前在 6% 固定加价下，公司毛利率稳定在 5% 左右，2021 年中烟巴西及中巴公司并表，减少经销商加价环节，毛利率快速提升，2024 年公司烟叶进口毛利率达到 10.0%，较 2016 年提升 5.7pct；但是巴西进口烟叶的毛利贡献仍取决于当地原料收购价格、人工成本、汇率波动等，因而增加波动性。

图 23: 2024 年公司烟叶进口毛利率 10.0%，较 2016 年提升 5.7pct



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 24: 2024 年巴西业务收入 9.72 亿元，同比 +40.1%，毛利率 17.5%

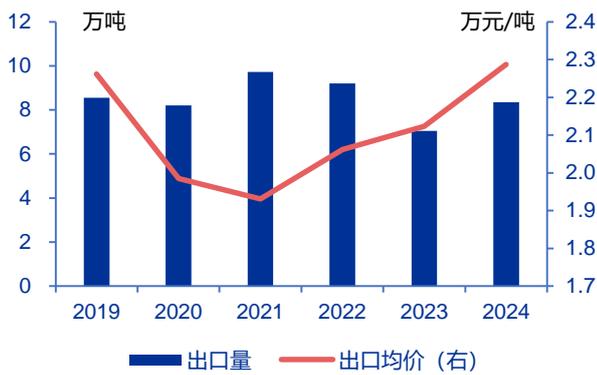


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**烟叶出口整体延续稳健态势。**2024 年烟叶出口收入 19.09 亿元，同比+27.5%，其中出口量 8.3 万吨，同比+18.4%，主要系欧洲市场拓展，出口均价 2.29 万元/吨，同比+7.7%。2019-2024 年烟叶出口收入/出口量/均价 CAGR 分别为-0.2%/-0.5%/0.2%。从客户集中度看，公司卷烟出口 CR5 客户基本在 70%以上，业绩相对稳健。

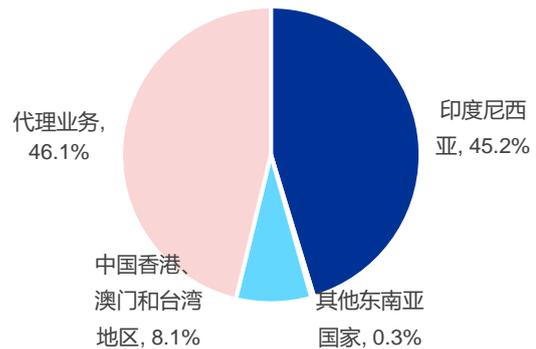
**展望后续：烟叶出口区域拓展至欧洲和其他市场，公司烟叶出口占中国烟草出口的比例有望持续提升，为后续稳健增长提供基础。**公司此前主要出口区域为印尼、越南、菲律宾和中国港澳台地区，2023 年 8 月公司与中国烟草进出口有限公司签订为期三年的烟叶产品出口框架协议，将采购其烟叶产品销往欧洲；**2024 年 11 月中烟香港宣布与相关卖方签订烟叶类产品出口至新地区的框架协议，即 2023 年烟叶类产品出口框架协议项下地区以外的地区**，期限自 2024 年 11 月 27 日开始至 2027 年 11 月 26 日，为期三年，标志着公司在深耕欧洲市场的基础上，进一步将烟叶出口业务的版图拓展至其他经营区域，为后续增长提供坚实基础。

**图 25：2019-2024 年公司烟叶来出口量/均价 CAGR 分别为-0.5%/0.2%**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

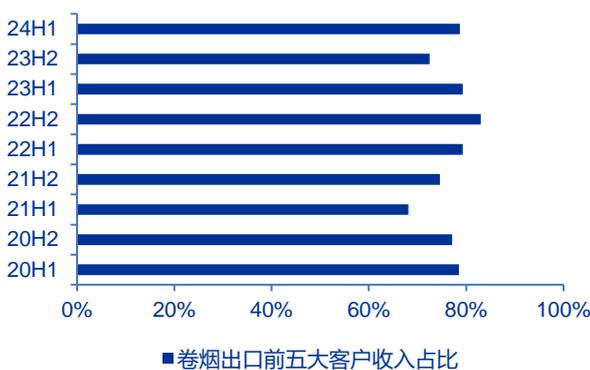
**图 26：公司主要烟叶出口地区为印尼等东南亚国家和中国港澳台地区**



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**固定加成的商业模式下出口毛利率相对稳定，公司积极优化定价策略，提升盈利水平。**公司的毛利为最终出口价格的 1%-4%，过去年份毛利率维持在 3%-4%。后续随着烟叶出口地区的扩展，公司有望提升产品结构，优化定价策略，提升盈利能力。

**图 27：公司烟叶出口 CR5 基本在 70%以上**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 28：2024 年公司烟叶出口毛利率 4.1%，整体较为稳定**



资料来源：公司公告，申万宏源研究

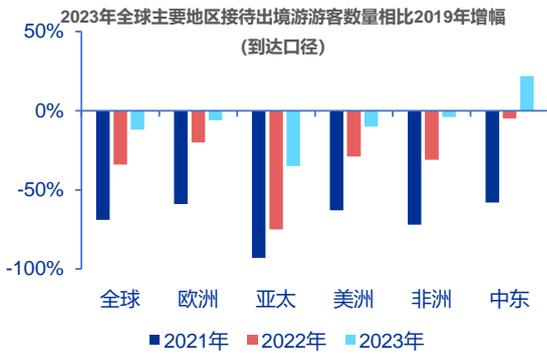
## 2.2 卷烟出口：提升自营比重，进军有税市场，助力业绩扩张

### 2.2.1 行业：公司市占率领先地位，收入端随出境人流修复

**出境游人流复苏，2023 年以来卷烟出口业务快速修复。**中国游客和海外华人是中国卷烟的主要消费人群。随着全球公共卫生事件影响削弱，出境游人流快速修复，2023 年全球出境游人数恢复至 2019 年的 88%，中国出境游市场复苏强劲，24H1 出境游人数达 6071 万人次，同比增长 50.4%，带动卷烟出口需求快速修复。

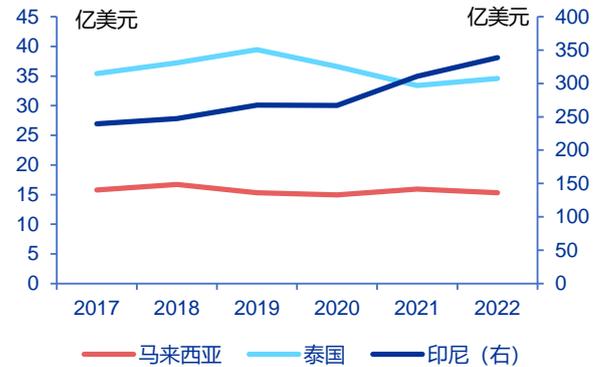
**东南亚传统烟草需求基本稳定，价格提升成为增长驱动力。**根据未来智库数据，2017-2022 年泰国传统烟草销售额 CAGR 为-0.4%，其中销量/均价 CAGR 分别为-3.7%/+3.4%。2017-2022 年印度尼西亚传统烟草销售额 CAGR 为 7.2%，其中销量/均价 CAGR 分别为-0.7%/+8.0%。

图 29：2023 年全球出境游人数恢复至 2019 年的 88%



资料来源：2024 年中国出境游行业发展趋势报告，申万宏源研究

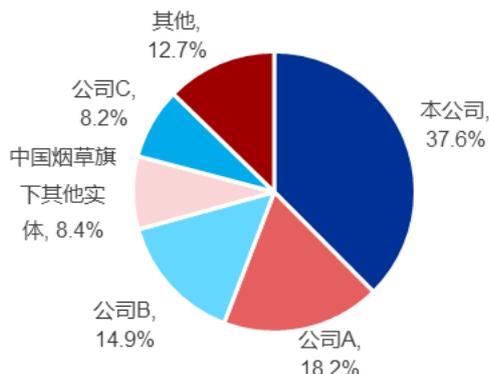
图 30：东南亚传统烟草销售额基本稳定



资料来源：未来智库，申万宏源研究；注：上图为东南亚几国传统卷烟销售额

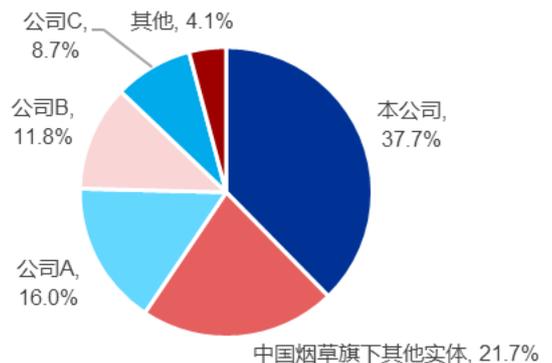
**公司凭借特定区域内独家经营地位，市占率位居前列。**根据中烟香港招股书，公司卷烟出口的特定区域为泰国、新加坡、中国香港、中国澳门、中国境内关外的免税店，2017 年公司卷烟出口至特定区域的收入占当年中国烟草总公司旗下实体全球免税卷烟出口所得收入的 40.4%。2018 年公司在上述地区的市占率均为第一名。

图 31：2018 年公司在中国港澳地区、泰国、新加坡免税卷烟市场市占率 37.6%



资料来源：公司招股书，申万宏源研究

图 32：2018 年公司在中国境内关外地区免税卷烟市场的市占率为 37.7%

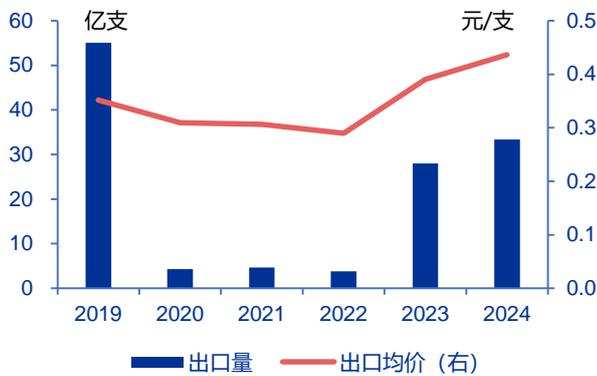


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

## 2.2.2 公司：品规、品类、区域扩张带动增长

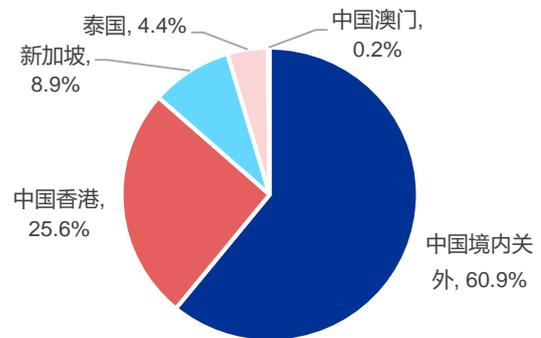
受到全球公共卫生事件影响，卷烟出口业务仍未修复至 2019 年高峰，2023 年随出境客流增加收入快速修复。2023 年来随着全球公共卫生事件影响削弱，公司收入快速修复，2023/2024 年卷烟出口收入 10.95/14.57 亿元，同比+886.5%/+33.1%，其中出口量分别为 28.04/33.40 亿支，同比+631.5%/+19.1%，出口均价分别为 0.39/0.44 元/支，同比+34.9%/+11.7%。2019-2024 年卷烟出口收入/出口量/均价 CAGR 分别为 -5.5%/-9.5%/4.4%，尚未修复至 2019 年高峰。从出口区域看，公司在特定区域内独家经营，特定区域即两国三地的免税市场（泰国、新加坡、中国境内关外、中国香港、中国澳门），根据招股书数据，2018 年中国境内关外、中国香港、新加坡、泰国、中国澳门占卷烟出口收入比重分别为 60.9%、25.6%、8.9%、4.4%、0.2%。

图 33：2019-2024 年公司卷烟出口销量/均价 CAGR 分别为-9.5%/4.4%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：2018 年卷烟出口中国境内关外占比 60.9%



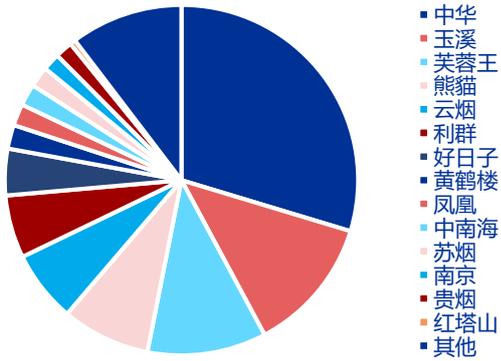
资料来源：公司招股书，申万宏源研究

**展望后续：持续优化产品组合，引入高端雪茄产品，拓展有税市场，提升盈利能力：**

**1) 优化产品结构，提升自营业务比重。**根据招股书数据，2018 年公司卷烟出口 TOP5 品牌分别为中华、玉溪、芙蓉王、熊猫、云烟，收入占比 67.8%，TOP10 品牌收入占比高达 84.1%。公司近年来持续优化产品组合，加大新品投放力度，提升自营业务比重，品牌集中度持续下降。

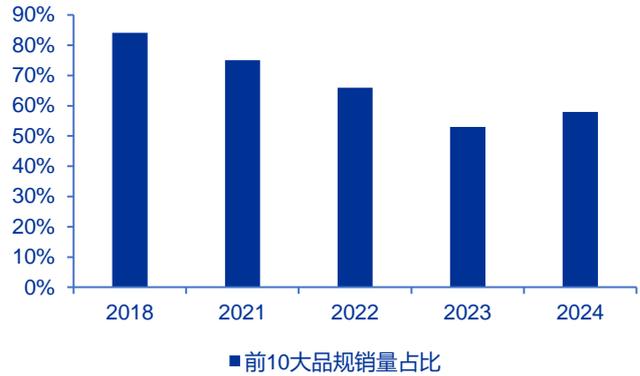
**2) 引入高端雪茄产品，拓展非独家经营区域的有税市场。**近年来国产雪茄品牌快速发展，公司及时捕捉这一机遇，将国产高端雪茄引入有税市场。2024 年 7 月 19 日，公司与正式签署长城雪茄在中国香港、中国澳门和柬埔寨有税市场的独家经销协议；长城雪茄是中国雪茄领军品牌，2023 年手工雪茄国内市场份额近 50%，其中高端手工雪茄国内市场份额近 70%。2025 年来公司与湖北中烟签署黄鹤楼雪茄的独家经销协议，逐步将其引入中国香港、柬埔寨市场。

图 35: 2018 年卷烟出口 TOP5 品牌收入占比 67.8%



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

图 36: 公司卷烟出口前十大品规销售占比整体下降



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

随着自营比例提升和产品组合优化, 公司盈利能力持续提升。2024 年公司毛利率达到 17.6%, 同比+4.1pct, 主要系自营比例提升, 雪茄等中高端品规拓展也提升盈利能力。

图 37: 2024 年公司卷烟出口毛利率 17.6%, 同比 +4.1pct



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 38: 公司和四川中烟签署长城雪茄独家经销协议, 进军有税市场



资料来源: 四川中烟官网, 申万宏源研究

## 2.3 新型烟草：聚焦重点市场精耕细作，提质增效

### 2.3.1 行业：两大烟草巨头专利和解，全球 HNB 市场有望快速扩容

全球控烟强化趋势下，HNB 作为新型烟草三大技术路径之一，符合各国政府、烟民、烟草巨头多方利益诉求，后来居上，市场规模稳步扩张。HNB 作为新型烟草三大技术路径之一，抽吸体验最接近传统卷烟，符合老烟民的转化定位；各国基本将 HNB 视同卷烟监管，政策上趋严的空间不大，且能保证政府税收，根据日本市场经验，IQOS、Glo 的综合税负分别自 2018 年的 49.2%、36.0% 升至 2022 年的 50.7%、49.9%，基本向传统卷烟的 63.5% 靠拢；HNB 供应链、渠道与传统卷烟复用性最强，也符合传统烟草公司的利益诉求。全球 HNB 市场规模自 2017 年的 57 亿美元增长至 2023 年的 341 亿美元，对应 CAGR 为 35%。从市场分布看，2022 年亚洲（日韩为主）、西欧、东欧、中东&非洲、北美、拉美占全球销售额比重分别为 44.7%、27.1%、24.2%、3.1%、0.4%、0.1%。

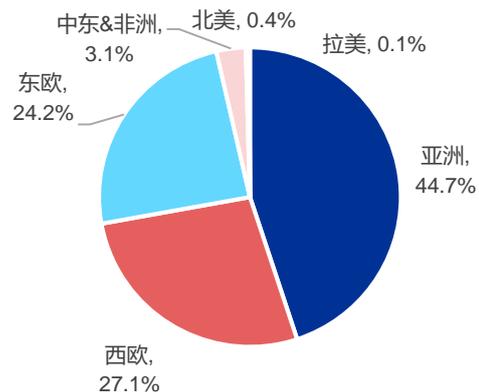
英美烟草和菲莫国际专利和解，有望加速全球 HNB 市场快速扩容。2020 年 5 月，英美烟草旗下的雷诺烟草起诉菲莫国际，指控其 HNB 设备 IQOS 中使用的烟草加热技术侵犯了其专利，专利纠纷波及美国、德国、英国等地；2021 年 11 月，国际贸易委员会（ITC）判定英美烟草胜诉，禁止菲莫国际的 HNB 产品在美销售，彼时菲莫国际和奥驰亚在美的独家代销协议于 2024 年 4 月到期，因而 2021 年来菲莫国际几乎无 HNB 产品在美销售；2024 年 2 月，菲莫国际和英美烟草宣布双方达成全球和解协议，期限八年。2024 年 10 月英美烟草在其资本市场交流日中宣布大力发展 HNB，并推出首个高端 HNB 平台 Hilo 上市试销。烟草两大主流企业握手言和，共同推进 HNB 技术迭代，有望加速全球 HNB 渗透率提升。

图 39：2023 年全球 HNB 销售额 341 亿美元，同比 +12%



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

图 40：全球 HNB 主要市场在日韩和欧洲（图为 2022 年 HNB 分地区销售额）



资料来源：华经产业研究院，申万宏源研究

近年来各地中烟工业公司陆续推出 HNB 新品，有望分享全球 HNB 渗透率提升红利。HNB 在国内视同卷烟监管，归入传统烟草的专营专卖体系。2015 年上海新型烟草制品研究院成立，牵头组织郑州烟草研究院、湖北中烟、云南中烟、安徽中烟、中烟机械技术中心等单位，联合开展 HNB 的自主研发，2019 年全国烟草科技工作会议指出从战略高度把握烟草科技创新的重大机遇。当前多个省级中烟工业公司已经自主研发了 HNB 产品，并面

向海外市场销售，如四川中烟的宽窄、云南中烟的 MC、广东中烟的 MU+、湖北中烟的 MOK 等。

图 41：各省中烟工业公司 HNB 布局

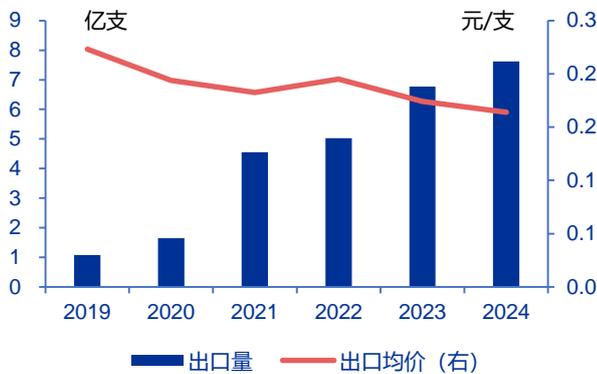


资料来源：各地中烟工业公司官网，申万宏源研究

### 2.3.2 公司：加快产品迭代，布局差异化渠道，助力盈利提升

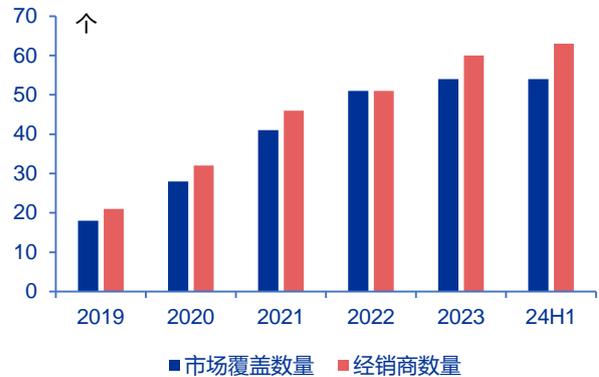
公司积极扩张市场，新型烟草出口业务快速增长，市场覆盖度持续提升。2024 年新型烟草制品出口收入 1.25 亿元，同比+5.9%，其中出口量 7.62 亿支，同比+12.5%，出口均价 0.16 元/支，同比-5.8%；2019-2024 年新型烟草出口业务收入/销量/均价 CAGR 分别为 39.1%/47.9%/-6.0%，阶段性呈现出量增价减趋势，主要系公司采用相对积极的定价策略快速扩张市场，公司覆盖度持续提升，市场覆盖数量自 2019 年的 18 个快速增加至 24H1 的 54 个，经销商数量自 2019 年的 21 个快速增加至 24H1 的 63 个。

图 42：2019-2024 年公司新型烟草出口销量/均价 CAGR 为 47.9%/-6.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 43：公司市场覆盖度持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

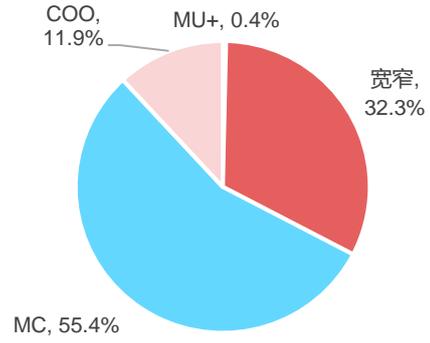
产品迭代+渠道差异化多管齐下持续优化盈利能力。2018 年业务开展之初公司产品组合仅包含 MC、宽窄、COO、MU+ 四种，当前产品组合持续丰富，并根据本土市场需求迭代口味、专利等。渠道端，公司选择区域差异化战略，相对规避日韩等传统 HNB 强势市场，聚焦在泛俄、中东、欧盟以及东南亚地区，此外，除了铺设传统渠道外，公司会拓展咖啡厅、加油站等便利渠道，并与当地有直营门店的工业公司合作，在其旗舰店内销售 HNB 产品。叠加降本增效，新型烟草出口的毛利率有序提升，2024 年毛利率 5.2%，较 2018 年提升 4.2pct。

图 44: 2024 年新型烟草业务毛利率 5.2pct, 同比 +0.8pct



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 45: 2018 年宽窄和 MC 是主要新型烟草销售主力



资料来源: 公司招股书, 申万宏源研究

## 3. 资本运作：中烟海外资产整合的独家营运实体

### 3.1 日本烟草经验：体制改革+全球并购成就国际烟草巨头

日本的烟草体制经历了从国营到民营的转变，保留部分专卖特征。1898年日本颁布《烟草专卖法》，对烟草生产销售实行专卖制度。1984年以来日本取消烟草专卖，进行民营化改革，日本专卖公社改组为日本烟草产业株式会社，颁布的《烟草商业法》和《日本烟草公司法》中，作为烟草行业管理的理论依据，与垄断经营时期相比，变化主要表现在：1) 取消关税，开放烟草商业经营，零售商、批发商和进口商的设立均需经过财政部的批准，日本烟草仍是唯一法定卷烟生产企业；2) 开征烟草消费税，此前实行利润上缴政策，变为按国家规定税率向中央财政缴纳税款。整体而言，日本烟草仍保留出部分专卖特征。

表 6：日本烟草全球化扩张历程

时间	收购事件	区域扩展	业务扩展	积极影响
1985年	成立国际公司，专门负责海外收购业务		知名品牌—柔和七星	1995年日本烟草在国际市场的销售总量从1980S的4+万箱上升到40+万箱
1999年	78亿美元收购美国雷诺公司（RJR Nabisco）的美国境外烟草业务	40+→70+国家	品牌扩张，形成四大品牌矩阵：收购获得骆驼、云丝顿和沙龙三大品牌	国际市场的销售总量从40+万箱上升到400+万箱
2007年	以75亿英镑收购曾是全球第五大烟草公司的Gallaher烟草公司	70+→160+国家和地区	品牌扩张，提出全球旗舰品牌概念：收购获得金边臣、丝刻、LD（乐迪）、寿百年、魅力五个品牌	2007年全球旗舰品牌在日本以外国际市场销量在日烟国际销量的52.7%
2009年	收购巴西烟叶供应商Kannenberg和Kannenberg, Barker, Hail & Cotton Tabacos	-	上游烟叶布局：强化南美烟叶供应	保障上游优质原料供应
2009年	收购英国烟叶供应商Tribac	-	上游烟叶布局：强化非洲、中国、印度等地烟叶供应	保障上游优质原料供应
2011年	收购Haggar Cigarette & Tobacco Factory Ltd.（北苏丹）和Haggar Cigarette & Tobacco Factory Ltd.（南苏丹）	非洲市场	-	-
2011年	与总部位于旧金山的Ploom公司达成独家长期合作协议，在美国以外的地区销售Ploom的新一代“吸烟替代产品”	奥地利、韩国、意大利新型烟草市场	新型烟草渠道布局：从传统卷烟切入到新型烟草的销售	-
2012年	收购比利时手卷烟Gryson NV	手卷烟领域，法国获得领先地位	细分品类品牌扩张：收购领先手卷烟品牌Fleur du Pays	获得细分品类领先市场份额
2013年	收购埃及水烟公司Al Nakhla Tobacco Company S.A.E.和Al Nakhla Tobacco Company-Free Zone S.A.E	水烟领域，中东、北非等地获得领先地位	细分品类品牌扩张：收购的水烟品牌在埃及同类市场市占率70%	获得细分品类领先市场份额
2014年	收购英国领先的电子烟公司Zandera	-	新型烟草产品布局：收购了电子烟品牌E-Lites和产品组合	-
2015年	收购美国大型电子烟公司Logic	美国新型烟草市场	新型烟草产品布局：收购了电子烟品牌Logic	-
2015年	收购伊朗国第5大烟草企业Ariyan	伊朗市场深化布局	当地市场份额扩张：布局伊朗低价烟市场	强化伊朗市场领先地位
2016年	收购雷诺美国经营的品牌Natural American Spirit在美国以外的烟草业务和商标权，包括雷诺旗下9家销售公司	日本、英国、德国等9个国家市场深化布局	品牌扩张：收购Natural American Spirit品牌	-
2016年	收购埃塞俄比亚领先的烟草公司National Tobacco Enterprise Ethiopia S.C. 40%已发行股份；2017年持股比例增至70%	埃塞俄比亚市场	品牌和销售网络扩张	强化非洲市场布局
2017年	收购菲律宾烟草公司Mighty Corporation的烟草业务资产（分销网络、制造设备、存货和知识产权）	菲律宾市场	品牌和销售网络扩张：收购菲律宾当地强势品牌Mighty、Marvels和其分销网络	Mighty国内市占率23%，获得菲律宾市场领先地位
2017年	收购印度尼西亚PT. Karyadibya Mahardhika（生产商）和PT. Surya Mustika Nusantara（销售代理商）	印尼市场	品牌和销售网络扩张	-
2018年	收购俄罗斯第四大卷烟制造商Donskoy Tabak	俄罗斯市场	品牌和销售网络扩张	强化俄罗斯市场领先地位
2018年	收购孟加拉国第二大卷烟制造商Akij Group的烟草业务	孟加拉市场	品牌和销售网络扩张	Akij国内市占率20%，获得孟加拉国领先地位
2024年	以24亿美元收购美国第四大烟草公司Vector	美国市场	品牌扩张：收购美国前十大卷烟品牌中的2个	美国市场份额从2.3%提升至约8%，应对俄罗斯市场战争扰动

资料来源：日本烟草官网，两个至上，烟草在线，《世界烟草发展报告》，申万宏源研究

体制改革后日本烟草加快推进全球化并购进程，进行全产业链、全球化、全技术路径扩张布局。取消烟草专卖制定后，在有效的非制度市场保护和高效的现代企业治理结构的双重加持下，日本烟草开启全球化扩张道路，1985年成立国际公司，专门负责海外收购业务。日本烟草的海外并购历程主要体现出3个特征：

1) 全产业链布局：通过品牌和渠道并购快速提升国际销售额，1999年日烟收购美国雷诺公司（RJR Nabisco）的美国境外烟草业务，收购其旗下的骆驼、云丝顿和沙龙三大品牌，与自有品牌柔和七星形成四大品牌矩阵，销售范围从40+扩张至70+国家；2007年收购曾经的全球第五大烟草公司的Gallaher烟草公司，收购其旗下的金边臣、丝刻、LD（乐迪）、寿百年、魅力五个品牌，形成“全球旗舰品牌概念”，根据2007年《世界烟草发展报告》，年全球旗舰品牌在日本以外国际市场销量在日烟国际销量的.%，销

售范围从 70+ 扩张至 160+ 国家和地区。通过烟叶公司收购保障上游优质原料供应，2009 年收购巴西烟叶供应商 Kannenberg 和 Kannenberg, Barker, Hail & Cotton Tabacos, 强化南美烟叶供应；收购英国烟叶供应商 Tribac, 强化非洲、中国、印度等地烟叶供应。

**2) 全球市场布局：**2013 年收购埃及水烟公司 Al Nakhla Tobacco Company S.A.E. 和 Al Nakhla Tobacco Company-Free Zone S.A.E；2015 年收购伊朗国第 5 大烟草企业 Ariyan 切入伊朗低价烟市场，**强化中东、北非市场布局**；2016 年收购雷诺美国经营的品 牌 Natural American Spirit 在美国以外的烟草业务和商标权，包括雷诺旗下 9 家销售公 司，**深化日本、英国、德国等 9 个国家市场深化布局**；2016 年收购埃塞俄比亚领先的烟草 公司 National Tobacco Enterprise Ethiopia S.C. 40% 已发行股份，2017 年持股比例增 至 70%，**强化非洲市场布局**；2017 年收购菲律宾烟草公司 Mighty Corporation 的烟草 业务资产（分销网络、制造设备、存货和知识产权），同年收购印度尼西亚 PT. Karyadibya Mahardhika（生产商）和 PT. Surya Mustika Nusantara（销售代理商），**强化东南亚 市场布局**；2018 年收购俄罗斯第四大卷烟制造商 Donskoy Tabak，**强化俄罗斯市场领先 地位**；同年收购孟加拉国第二大卷烟制造商 Akij Group 的烟草业务，**强化南亚市场布局**； 2024 年收购美国第四大烟草公司 Vector，据日烟国际 CEO Eddy Pirard 表示，此交易使 日本烟草在美国的市场份额从 2.3% 提升至约 8%，并让其拥有美国前十大卷烟品牌中的两 个，以应对俄罗斯市场战争扰动。

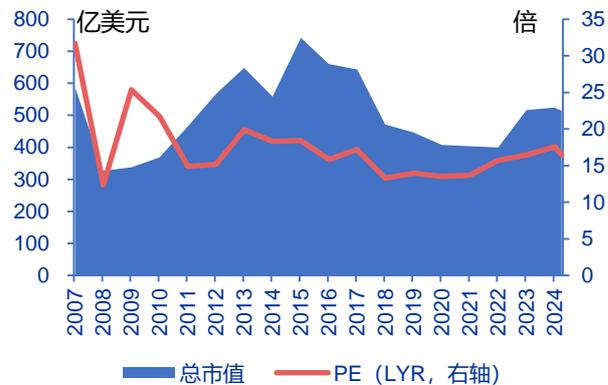
**3) 较早开启新型烟草全技术路径布局：从布局 HNB 渠道切入逐步树立 HNB 为主的 新型烟草布局**，2013 年与总部位于旧金山的 Ploom 公司达成独家长期合作协议，在美国 以外的地区销售 Ploom 的新一代“吸烟替代产品”，切入奥地利、韩国、意大利新型烟草 市场；2019 年初日本烟草推出 HNB 产品“Ploom TECH”，成为其新型烟草布局主力； **收购电子雾化品牌，作为新型烟草国际化布局重要补充**，2014 年收购英国领先的电子烟公 司 Zandera，包括其品牌 E-Lites 和产品组合；2015 年收购美国大型电子烟公司 Logic。

图 46：2024 年日本烟草收入、净利润体量分别达到 203 亿美元、30 亿美元



资料来源：日本烟草公告，申万宏源研究

图 47：2007-2015 年日烟平均 PE 为 20 倍，2016-2024 年平均 PE 为 15 倍



资料来源：Wind，申万宏源研究

**全球化扩张有效对冲国内卷烟回落压力**，2010 年来收入体量整体维稳，2024 年日本烟草收入、净利润体量分别达到 203 亿美元、30 亿美元。**2007-2015 年收购增厚利润的快速扩张阶段，日本烟草的平均 PE (LYR) 达到 20 倍。**

### 3.2 公司：中烟系统海外资产储备充足，公司整合空间大

公司是中烟旗下唯一烟草业务上市平台，战略定位资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台，以打造具有国际竞争力的一流烟草企业作为目标。公司积极寻找契合发展战略的优质标的，稳步开展投资并购。**整合延续两个思路：**1) 逐步集中和整合中国烟草体系内的各类海外资源，包括烟草类产品供应商、具有增长潜力的卷烟品牌、有价值的新型烟草制品品牌、专有技术、销售渠道等；2) 除中国烟草外的四大烟草公司及民营烟草企业的资产。

我们梳理了中国烟草总公司持股及中烟系境外子公司的海外资产，其均有希望成为公司海外整合的标的。1) **中国烟草总公司直接持股：涉及到烟叶种植、加工、销售的资产**，包括中国烟草国际有限公司驻津巴布韦代表处天泽烟草有限责任公司、中烟国际阿根廷有限公司、中烟国际巴西有限公司（2021 年公司已收购）、中烟国际（北美）股份有限公司；**涉及到卷烟品牌海外销售的资产**，包括中烟菲莫国际有限公司、中烟英美烟草国际有限公司、迪拜瑞士达贸易有限责任公司、地平线国际有限公司。2) **中烟系境外子公司：主要是省级中烟工业公司控股或者参股的海外公司，负责相关卷烟品牌的生产和销售**，体量较大的如老挝寮中红塔好运烟草有限公司（红塔集团控股，主要生产云南中烟下属两红集团品牌，在东南亚有税市场销售）。

**收购中烟巴西迈出产业链整合重要一步，并表以来巴西经营业绩稳健增长。**2021 年 9 月 23 日，中烟香港与卖方中烟国际集团有限公司订立配额购买协议，出资 6340 万美元收购 China Tabaco Internacional do Brasil Ltda 全部已发行及发行在外配额，该公司的核心资产为中巴公司，业务范围涉及烟叶采购、加工、销售以及与烟草生产相关的农资销售。

中烟巴西及中巴公司并表以来业绩稳步增长，2024 年巴西业务收入 9.72 亿元，同比 +40.1%，其中向中国以外地区出口量达到 3.2 万吨，同比 -2.4%，出口均价 3.07 万元/吨，同比 +43.5%，主要系受到厄尔尼诺天气扰动，烟叶产量收缩，成本上行。2021-2024 年巴西业务收入/进口量/均价 CAGR 分别为 55.8%/12.9%/38.0%。巴西业务的毛利率较高，近几年有所波动，2024 年毛利率 17.5%，同比 -0.9pct，主要系主要客户调整库存结构，成品片烟占比有所回落。

**表 7：中国烟草总公司持股及中烟系境外子公司的海外资产**

中国烟草总公司持股的海外资产梳理						
序号	公司	中国烟草持股比例	注册地	成立时间	业务范围	布局的产业链环节
1	中国烟草国际有限公司驻津巴布韦代表处天津烟草有限责任公司	100%	津巴布韦哈拉雷	2005年	烟草合同种植、拍卖场采购、烟草合同收购，烟叶加工、包装、出口等业务；向合同农民提供种子，化肥，器械并对农民进行培训，约有2万名农民为天津种植烟草	烟叶种植、加工、销售
2	CTPM国际有限公司 (中烟菲莫国际有限公司)	50%	瑞士洛桑	2005年	利用菲莫国际公司的渠道在国际市场经营中国卷烟品牌，同时允许菲莫国际公司的“万宝路”在中国实现许可生产并销售	国内卷烟品牌海外销售
3	中烟国际阿根廷有限公司	-	阿根廷	2009年	烟草出口等	烟叶种植、加工、销售
4	中烟国际巴西有限公司	51% (Alliance One Brazil 持股49%)	巴西圣克鲁斯	2011年	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	烟叶种植、加工、销售
5	中烟国际 (北美) 股份有限公司	100%	美国北卡罗莱纳州	2013年	烟草种植、出口等	烟叶种植、加工、销售
6	中烟英美烟草国际有限公司	-	中国香港	2013年	双喜品牌在国际市场 (不包括中国内地市场) 的所有权和SE555品牌全球所有权	国内卷烟品牌海外销售
7	中国烟草国际有限公司驻莫斯科代表处	-	俄罗斯莫斯科	-	了解俄罗斯及独联体国家的烟草商情信息、宣传、推销中国烟草制品及烟草机械、协助开展中外烟草合作项目	商业资讯
8	中国烟草日本株式会社	-	日本东京	-	-	-
9	迪拜瑞士达贸易有限责任公司	-	阿联酋迪拜	-	开拓中东市场，经营中国卷烟、烟叶、烟梗在中东地区的销售业务	烟叶、卷烟等销售
10	地平线国际有限公司	股东为帝国品牌和云南中烟工业有限责任公司	中国香港	2017年	向中国消费者销售威斯小熊猫卷烟品牌；向中国以外消费者销售翡翠 (以女性为主的法国风格卷烟品牌) 和地平线 (天然烟草混合物的细切烟草) 品牌	国内卷烟品牌海外销售
中烟系境外子公司的海外资产梳理						
序号	公司	股权结构	注册地	业务范围		
1	香港红塔国际烟草有限公司	红塔集团控股	中国香港	主要生产云南中烟下属两红集团品牌，包括红塔集团的“红塔山”、“玉溪”、“阿诗玛”、“恭贺新禧”、“红梅”，以及红云红河集团的“红河 (硬甲)”、“云烟 (紫)”等传统烤烟型品牌；另外生产混合型口味的“ESTON”、“STRAND”、“BRASS”等，产品主要销往东南亚、朝鲜、中东、非洲、南美等地区		
2	老挝寮中红塔好运烟草有限公司	红塔集团控股	老挝	主要生产云南中烟下属两红集团品牌，包括玉溪、红塔山、阿诗玛、红梅、云烟等品牌		
3	威尼顿集团有限公司	广东中烟控股	柬埔寨	主要生产吴哥、利是、椰树、金宝、皇冠等品牌卷烟		
4	金叶卷烟厂有限公司	广东中烟控股	中国澳门	主要生产双喜、五叶神品牌		
5	环球烟草有限责任公司	浙江中烟参股	阿联酋迪拜	经营销售摩登品牌卷烟		
6	科伦印象有限责任公司	浙江中烟参股	印度尼西亚	经营销售摩登品牌卷烟		
7	中烟国际欧洲有限公司	安徽中烟控股	罗马尼亚	生产和销售都宝、金丝猴、双马品牌		
8	蒙古烟草有限责任公司	陕西中烟参股	蒙古	生产和销售陕西中烟品牌和自有品牌，主要品牌有红鹿、都宝、金叶从、蒙古包、好猫、延安、猴王等		

资料来源：中国烟草官网，申万宏源研究

## 4. 盈利预测与估值分析

### 4.1 盈利预测

**烟叶进口业务：**量：烟叶进口量计划性较强，延续稳健增长态势，预计 2025-2027 年烟叶进口销量同比+2.0%/+3.0%/+3.0%。**价：**国内卷烟高端化趋势延续，叠加高品质巴西烟叶进口比例提升，预计 2025-2027 年烟叶进口均价同比+2.5%/+2.0%/+2.0%。

**烟叶出口业务：**量：烟叶出口区域拓展至欧洲和其他市场带动烟叶出口销量增长，预计 2025-2027 年烟叶出口销量同比+8.0%/+9.0%/+9.0%。**价：**公司主动优化定价策略，预计 2025-2027 年烟叶出口均价同比+2.0%/+2.0%/+2.0%。

**卷烟出口业务：**全球出境游人流仍处于恢复中，公司加快新品投放、拓展有税市场，提升自营业务比重，预计延续量价提升趋势，预计 2025-2027 年卷烟出口销量同比+15.0%/+15.0%/+12.0%，均价同比+4.0%/+3.0%/+3.0%。

**新型烟草制品出口业务：**公司采用偏性价比定价策略，积极深耕市场，预计一段时间内延续量增价减趋势，预计 2025-2027 年新型烟草出口销量同比+15.0%/+15.0%/+15.0%，均价同比-5.0%/-5.0%/-5.0%。

**巴西业务：**随着厄尔尼诺影响减弱，巴西烟叶产量有望恢复常态，出口量恢复性增长，预计 2025-2027 年巴西业务销量同比+20.0%/+10.0%/+10.0%，均价基本持平。

**毛利率：**考虑到高毛利巴西业务增速更快，预计烟叶出口 2025-2027 年毛利率为 10.2%/10.4%/10.6%；烟叶进口毛利率稳中有升；卷烟出口自营比例提升，带动毛利率稳步提升，预计 2025-2027 年毛利率为 18.5%/19.0%/20.0%；新型烟草出口推进提质增效，毛利率稳中有升；巴西业务随着产品结构回归常态，毛利率稳步提升，预计 2025-2027 年毛利率为 18.5%/19.0%/19.0%。

**我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 131.41/142.31/153.76 亿元，分别同比 8.5%/8.3%/8.0%。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.69/9.98/11.31 亿元，同比 9.9%/14.9%/13.3%。**

## 4.2 估值分析

**可比公司/行业包括：**1) **菲莫国际、日本烟草：**通过资本运作进行全球化扩张的路径类似，传统烟草头部公司通过全球化并购实现业绩规模扩张；公司承担整合中烟海外资产的历史使命，后续也有全球资本运作规划；2) **商贸零售（申万）一级行业指数：**商业模式类似，公司主营烟叶进出口业务、卷烟出口、新型烟草制品出口业务，2021年附属公司并表后业务才延伸至烟叶种植加工等环节，但大部分业务为贸易类业务，因而参考商贸零售行业平均预测估值水平。

中烟香港定位为中烟体系内唯一烟草业务上市平台，战略定位资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。**中烟系统海外资产储备充足，公司全球资本运作的想象空间大。**  
**传统主业兼具确定性和成长性：**国内烟草专营体制下，公司独家经营，壁垒深厚，计划性强，且对供应商和客户的议价能力强；烟叶进出口业务定位基本盘和压舱石业务，烟叶进口充分受益于国内卷烟高端化需求，附属公司并表增厚毛利表现；烟叶出口业务有区域拓展逻辑，有能力稳健增长。卷烟出口和新型烟草出口业务仍具备成长性，卷烟出口业务短期收入端随全球出境游人流继续修复，中长期公司持续优化产品组合，引入高端雪茄产品，拓展有税市场，提升业绩；全球 HNB 受益于两大烟草巨头专利和解，渗透率有望加速提升，公司新型烟草出口业务产品迭代+渠道差异化+降本增效多管齐下持续优化盈利能力。

2025、2026年公司净利润对应的 PE 分别为 18、16 倍，低于可比公司行业平均的 19、18 倍和商贸零售（申万）的 23、18 倍。考虑到日本烟草和菲莫国际均已经度过快速并购扩张阶段，当前估值偏稳态水平，而公司尚处于全球化整合的起步阶段，应该享受阶段性的估值溢价，并且参考商贸零售（申万）行业 2025 年估值水平 23 倍；给予公司 2025 年目标 PE 为 20 倍，对应目标市值 174 亿元，向上空间 12%，首次覆盖给予“增持”评级！

表 8：估值分析表

可比公司/行业	公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)		PE	
			2025/3/28	2025E	2026E	2025E	2026E
烟草类上市公司	PM.N	菲莫国际	17,328	786	861	22	20
	2914.T	日本烟草	4,016	253	269	16	15
	行业平均						<b>19</b>
行业指数	801200.SI	商贸零售（申万）	-	-	-	<b>23</b>	<b>18</b>
	6055.HK	中烟香港	155	8.69	9.98	<b>18</b>	<b>16</b>

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：上述可比公司均采用 Wind 一致预测

## 风险提示

**烟叶采购价格提升风险。**巴西业务受到天气等扰动较大，如果厄尔尼诺天气持续影响巴西烟叶产量，可能会对烟叶进口业务的毛利率产生负面扰动。

**全球控烟趋势强化下，东南亚等地卷烟需求下滑风险。**全球控烟延续强化趋势，如果卷烟需求下滑，会扰动公司卷烟出口业务增长。

**新型烟草竞争加剧风险。**英美烟草大力发展 HNB，可能会加剧全球 HNB 市场竞争，会新型烟草出口的收入和毛利产生负面扰动。

**地缘政治风险。**公司新型烟草经营区域涉及泛俄地区，可能面临地缘政治风险。

## 附表

表 9：公司收入拆分

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	<b>80.41</b>	<b>29.30</b>	<b>65.93</b>	<b>74.36</b>	<b>107.26</b>	<b>121.07</b>	<b>131.41</b>	<b>142.31</b>	<b>153.76</b>
<b>yoy</b>		-63.6%	125.0%	12.8%	44.2%	12.9%	8.5%	8.3%	8.0%
<b>毛利</b>	3.75	1.16	3.64	7.54	9.86	12.76	14.51	16.22	18.10
<b>毛利率</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>10.1%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.8%</b>
<b>业务拆分：</b>									
<b>1、烟叶进口</b>	<b>41.48</b>	<b>11.37</b>	<b>42.33</b>	<b>48.46</b>	<b>73.21</b>	<b>76.44</b>	<b>79.92</b>	<b>83.96</b>	<b>88.21</b>
<b>yoy</b>		-72.6%	272.3%	14.5%	51.1%	4.4%	4.6%	5.1%	5.1%
<b>收入占比</b>	52%	39%	64%	65%	68%	63%	61%	59%	57%
进口量 (万吨)	8.73	2.25	10.17	9.55	11.72	11.20	11.42	11.76	12.12
<b>进口量yoy</b>		-74.3%	352.5%	-6.0%	22.7%	-4.5%	2.0%	3.0%	3.0%
进口均价 (万元/吨)	4.75	5.06	4.16	5.07	6.25	6.83	7.00	7.14	7.28
<b>进口均价yoy</b>		6.5%	-17.7%	21.8%	23.1%	9.3%	2.5%	2.0%	2.0%
烟叶进口毛利	2.33	0.62	2.58	5.80	6.64	7.65	8.16	8.74	9.36
<b>毛利占比</b>	62%	53%	71%	77%	67%	60%	56%	54%	52%
<b>毛利率 (右)</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.1%</b>	<b>12.0%</b>	<b>9.1%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.6%</b>
<b>2、烟叶出口</b>	<b>19.33</b>	<b>16.28</b>	<b>18.78</b>	<b>18.96</b>	<b>14.97</b>	<b>19.09</b>	<b>21.03</b>	<b>23.38</b>	<b>25.99</b>
<b>yoy</b>		-15.8%	15.4%	1.0%	-21.0%	27.5%	10.2%	11.2%	11.2%
<b>收入占比</b>	24%	56%	28%	25%	14%	16%	16%	16%	17%
出口量 (万吨)	8.5	8.2	9.7	9.2	7.1	8.3	9.02	9.83	10.71
<b>出口量yoy</b>		-4.0%	18.6%	-5.4%	-23.3%	18.4%	8.0%	9.0%	9.0%
出口均价 (万元/吨)	2.26	1.99	1.93	2.06	2.12	2.29	2.33	2.38	2.43
<b>出口均价yoy</b>		-12.2%	-2.7%	6.8%	3.0%	7.7%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利	0.48	0.39	0.51	0.50	0.41	0.78	0.90	1.05	1.21
<b>毛利占比</b>	13%	34%	14%	7%	4%	6%	6%	6%	7%
<b>毛利率</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.7%</b>
<b>3、卷烟出口</b>	<b>19.36</b>	<b>1.33</b>	<b>1.42</b>	<b>1.11</b>	<b>10.95</b>	<b>14.57</b>	<b>17.43</b>	<b>20.64</b>	<b>23.81</b>
<b>yoy</b>		-93.1%	6.8%	-21.8%	886.5%	33.1%	19.6%	18.5%	15.4%
<b>收入占比</b>	24%	5%	2%	1%	10%	12%	13%	15%	15%
出口量 (亿支)	55.06	4.30	4.63	3.83	28.04	33.40	38.41	44.17	49.47
<b>出口量yoy</b>		-92.2%	7.8%	-17.3%	631.5%	19.1%	15.0%	15.0%	12.0%
出口均价 (元/支)	0.35	0.31	0.31	0.29	0.39	0.44	0.45	0.47	0.48
<b>出口均价yoy</b>		-12.0%	-1.0%	-5.5%	34.9%	11.7%	4.0%	3.0%	3.0%
毛利	0.93	0.14	0.10	0.12	1.49	2.57	3.22	3.92	4.76
<b>毛利占比</b>	25%	12%	3%	2%	15%	20%	22%	24%	26%
<b>毛利率</b>	<b>4.8%</b>	<b>10.9%</b>	<b>6.8%</b>	<b>10.5%</b>	<b>13.6%</b>	<b>17.6%</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.0%</b>	<b>20.0%</b>
<b>4、新型烟草</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.83</b>	<b>0.98</b>	<b>1.18</b>	<b>1.25</b>	<b>1.37</b>	<b>1.49</b>	<b>1.63</b>
<b>yoy</b>		33.3%	159.4%	18.1%	20.4%	5.9%	9.2%	9.2%	9.2%
<b>收入占比</b>	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
出口量 (亿支)	1.08	1.65	4.55	5.02	6.77	7.62	8.76	10.08	11.59
<b>出口量yoy</b>		53.4%	175.6%	10.5%	34.8%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
出口均价 (元/支)	0.22	0.19	0.18	0.20	0.17	0.16	0.16	0.15	0.14
<b>出口均价yoy</b>		-13.1%	-5.9%	6.9%	-10.7%	-5.8%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
毛利	0.01	0.01	0.03	0.03	0.05	0.07	0.07	0.08	0.09
<b>毛利占比</b>	0%	1%	1%	0%	1%	1%	0%	0%	0%
<b>毛利率</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.4%</b>	<b>5.5%</b>
<b>5、巴西业务</b>			<b>2.57</b>	<b>4.85</b>	<b>6.94</b>	<b>9.72</b>	<b>11.66</b>	<b>12.83</b>	<b>14.11</b>
<b>yoy</b>				88.7%	43.1%	40.1%	20.0%	10.0%	10.0%
<b>收入占比</b>			4%	7%	6%	8%	9%	9%	9%
中国以外地区出口量 (万吨)			2.2	2.9	3.2	3.2	3.80	4.17	4.59
<b>出口量yoy</b>				33.0%	10.8%	-2.4%	20.0%	10.0%	10.0%
出口均价 (万元/吨)			1.17	1.66	2.14	3.07	3.07	3.07	3.07
<b>出口均价yoy</b>				41.9%	29.2%	43.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利			0.42	1.09	1.28	1.70	2.16	2.44	2.68
<b>毛利占比</b>			12%	14%	13%	13%	15%	15%	15%
<b>毛利率</b>			<b>16.3%</b>	<b>22.6%</b>	<b>18.4%</b>	<b>17.5%</b>	<b>18.5%</b>	<b>19.0%</b>	<b>19.0%</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 10: 公司利润表**

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	12,107	13,141	14,231	15,376
主营业务收入	12,107	13,141	14,231	15,376
<b>营业总支出</b>	10,978	11,861	12,793	13,766
营业成本	10,832	11,690	12,608	13,566
营业开支	147	171	185	200
营业利润	1,129	1,280	1,437	1,611
净利息支出	192	95	94	95
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	96	0	0	0
非经常项目前利润	1,033	1,185	1,344	1,515
非经常项目损益	0	0	0	0
<b>除税前利润</b>	1,033	1,185	1,344	1,515
所得税	197	231	260	292
少数股东损益	45	85	86	92
<b>持续经营净利润</b>	791	868	998	1,130
非持续经营净利润	0	0	0	0
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>791</b>	<b>869</b>	<b>998</b>	<b>1,131</b>

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**表 11: 公司资产负债表**

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	479	520	563	609
应收款项合计	1,008	1,123	1,226	1,306
存货	5,024	4,193	4,620	5,376
其他流动资产	2,168	2,352	2,547	2,752
流动资产合计	8,679	8,188	8,956	10,043
固定资产净额	73	62	52	45
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	290	621	979	1,367
土地使用权	0	55	114	173
其他非流动资产	49	74	84	69
非流动资产合计	412	812	1,229	1,654
<b>资产总计</b>	<b>9,091</b>	<b>9,000</b>	<b>10,185</b>	<b>11,697</b>
应付账款及票据	3,167	2,532	2,621	3,242
循环贷款	2,730	2,514	2,722	2,626
其他流动负债	154	246	261	253
流动负债合计	6,051	5,292	5,604	6,121
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	88	95	103	112
非流动负债合计	88	95	103	112
<b>负债总计</b>	<b>6,139</b>	<b>5,387</b>	<b>5,707</b>	<b>6,233</b>
归母公司净利润增长率	2,783	3,359	4,138	5,031
少数股东权益	169	254	340	432
<b>股东权益总计</b>	<b>2,952</b>	<b>3,613</b>	<b>4,478</b>	<b>5,464</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>9,091</b>	<b>9,000</b>	<b>10,185</b>	<b>11,697</b>

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

**表 12：公司现金流量表**

单位:百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>756</b>	<b>1,281</b>	<b>814</b>	<b>1,164</b>
净利润	791	869	998	1,131
折旧和摊销	0	59	61	68
营运资本变动	-176	173	-426	-224
其他非现金调整	141	180	181	189
<b>投资活动现金流</b>	<b>-612</b>	<b>-644</b>	<b>-674</b>	<b>-698</b>
资本支出	0	-434	-470	-507
长期投资	0	0	0	0
其他长期资产	-612	-210	-204	-191
<b>融资活动现金流</b>	<b>80</b>	<b>-596</b>	<b>-97</b>	<b>-420</b>
借款增加	482	-216	208	-95
股利分配	-202	-293	-219	-237
普通股增加	28	0	0	0
其他融资活动现金流	-228	-87	-86	-87

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。