

中烟香港（6055.HK）

独家经营壁垒，内生外延全球扩张

公司研究 · 深度报告
轻工制造 · 文娱用品

投资评级：优于大市（首次覆盖）

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

联系人：李晶

lijing29@guosen.com.cn

投资摘要：烟草稀缺标的，独家经营壁垒与全球化扩张

□ 中烟香港：独家经营牌照+全球化扩张，特许经营框架下的资源整合者

- 公司是中烟体系内唯一的烟草上市公司，独家经营壁垒深厚，以内生外延积极全球扩张。公司业务具有轻资产&垄断性&计划性特征，经营稳健且利润率稳定性强，2018-2024年收入与利润年复合增速为10.9%/21.8%；根据2018年中国烟草总公司印发的60号文和国家烟草专卖局批文，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，资产整合与注入有望带来跨越式发展。

□ 烟叶进出口业务：基本盘稳健的现金牛主业

- 我国烟叶类进出口受国家烟草专卖制度规管，计划配额，近两年进、出口量均接近20万吨。
- ① 烟叶类进口：2024年收入82.5亿港元，2018-2024年CAGR+11.3%。公司独家经营全球（受制裁国家或地区除外）烟叶类产品进口，近年进口量9-11万吨，约占我国整体烟叶类进口量的50-60%。业务核心是确保优质烟叶原料的稳定供应，受益于国内卷烟消费结构升级有望稳步增长；烟叶类产品售价为采购价固定加价6%，在并表中巴公司切入产业链上游后毛利率逐步提升。
- ② 烟叶类出口：2024年收入20.6亿港元，2018-2024年CAGR+9.8%。公司独家经营烟叶类产品出口至东南亚与中国港澳台地区，近年出口量8-10万吨，约占我国整体烟叶类出口量的40%-50%。2023年公司新拓欧洲非独家经营区，新市场新渠道提供增量，优化定价机制提升盈利能力。

□ 卷烟与新烟出口：内生外延的成长性业务

- 我国占有全球超40%的烟草生产与消费市场，但中烟国际化进度较低，全球空间广阔。
- ③ 卷烟出口：2024年收入15.7亿港元，2018-2024年CAGR+0.8%。公司独家经营卷烟出口至两国三地免税区，免税市场受益于出境游客流恢复而持续修复，此外公司积极开辟卷烟出口业务新的成长点，从卷烟拓至雪茄品类、从免税市场拓至有税市场，随着自营业务占比提升，盈利持续优化。
- ④ 新烟出口：2024年收入1.35亿港元，2018-2024年CAGR+41.4%。公司独家经营向全球海外市场出口新型烟草制品的业务，产品为HNB加热棒，主要市场为东南亚、中东、欧洲和东欧地区。当前HNB正处于渗透率快速提升的红利期，中烟HNB产品持续迭代，有望支撑公司新烟出海。

□ 资本运作：公司是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

- 收购中烟巴西迈出资本运作第一步。2021年收购中烟巴西，产业链向上游烟叶种植-加工纵向整合深化，优化业务盈利，2024年巴西经营业务收入10.5亿港元，2021-2024年CAGR+49.4%，未来通过扩大原烟收购区域与规模、拓宽非中国销售区域有望延续增长。
- 资产注入预期带来跨越式发展的可能性。公司可整合的资产丰富，包括中烟体系内的海外资产与中烟体系外一切与公司发展战略契合的优质海外标的，通过对产业链上中下游的烟草种植加工、卷烟或新烟品牌与销售渠道等资产进行整合，有望实现跨越式发展，迈向国际一流烟草企业。

□ 盈利预测与投资建议：预计公司2025-2027净利润9.0/9.8/10.6亿港元，利润年增速分别为+5.1%/+9.1%/+8.3%，摊薄EPS=1.30/1.41/1.53港元，对应PE为23/21/20x。综合考虑绝对估值与相对估值，合理价值区间29.83-36.24港元，对应市值206-251亿港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

□ 风险提示：国家烟草专卖制度变化风险；进出口管制收紧及其他贸易限制风险；全球控烟运动趋严风险，极端气候风险。

01

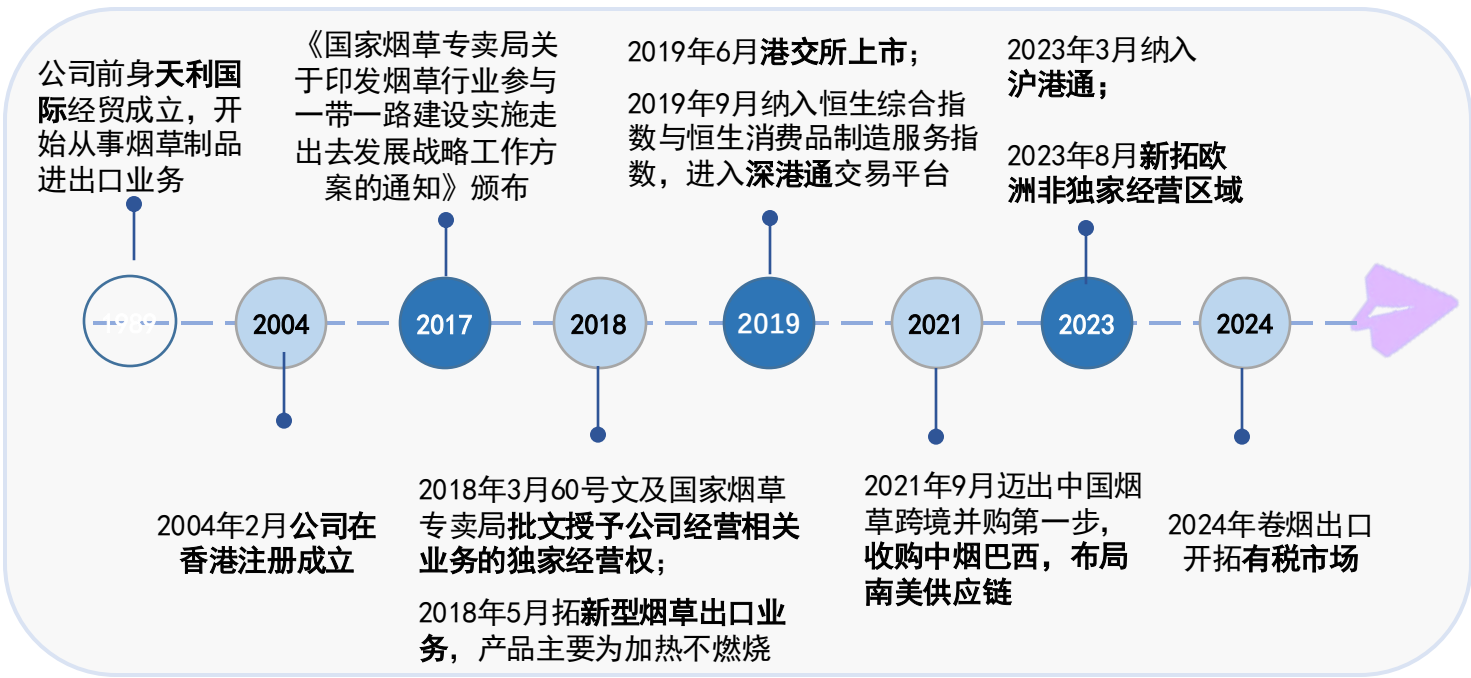
中烟香港： 烟草稀缺标的，独家经营壁垒与全球化扩张

中烟香港：独家牌照+国际拓展，特许经营框架下的资源整合者



- 背靠中烟，独家经营壁垒+国际业务拓展的烟草稀缺标的。公司是中烟体系内唯一的烟草上市公司，2018年完成重组并确立四大业务在划定区域的独家经营地位；2019年港交所上市；2021年完成中烟巴西收购，业务从烟草进出口贸易向产业链上游延伸。
 - 定位与使命：根据中国烟草总公司印发的60号文和国家烟草专卖局批文，公司为中烟国际负责①**资本市场运作**和②**国际业务拓展**的指定境外平台，以内生增长与外延拓展并重，目标成为具有国际竞争力的一流烟草企业。
 - 商业模式特点：①**垄断性&计划性**：公司业务高度依赖国家烟草专卖制度与根据60号文订立的框架协议及不竞争承诺，经营稳健且利润率稳定性强；②**资产注入预期**：根据招股书，凭借CNTC集团支持，公司未来将逐步集中和整合中烟体系内的优质境外资产，并寻求契合公司发展战略的体系外优质标的收购机会，有望实现跨越式发展。

中烟香港历史梳理



2018年公司完成重组：根据中国烟草总公司60号文，确立四大业务在划定区域的独家经营地位

| | 重组前 | 重组后 |
|------|---|--|
| 烟叶进口 | 由中烟国际和天利开展 | 业务自天利转让，根据60号文，公司 独家经营烟叶类产品进口业务 |
| 烟叶出口 | 由中国烟草总公司旗下23家实体(包括进出口公司及工业公司)从事相关业务 | 业务自天利转让，根据60号文，公司为 东南亚及中国港澳台地区 烟叶出口业务的独家经营实体 |
| 卷烟出口 | 由各工业公司单独开展CNTC集团卷烟出口业务 | 业务自工业公司或其聘请的批发商转让，根据60号文，公司为 特定区域(新加坡、泰国、中国境内关外及港澳)免税店 卷烟出口独家经营实体 |
| 新烟出口 | 从事新型烟草研发、制造和出口的中国烟草总公司旗下各实体(云南烟草国际、四川中烟工业等) | 根据60号文，公司为CNTC集团 在中国境外开展新型烟草制品出口的独家经营实体 ，主要产品为加热不燃烧 |

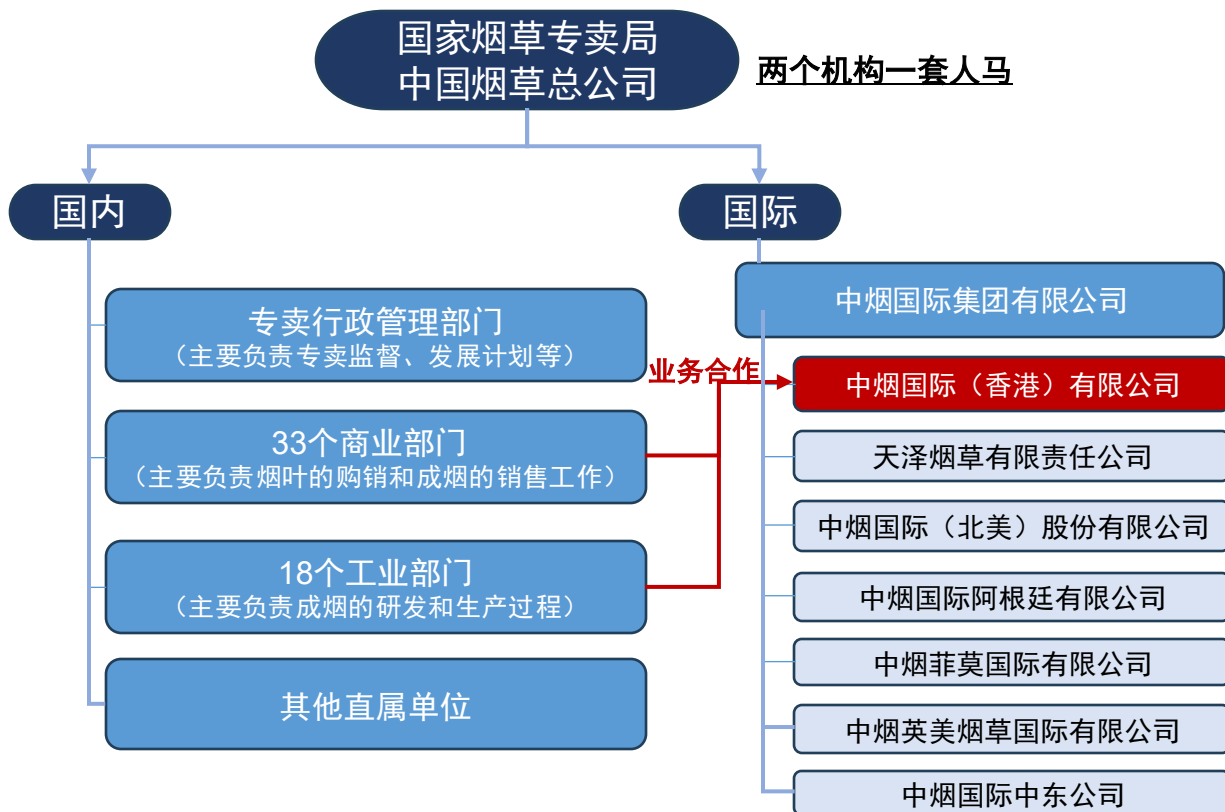
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：60号文是指中国烟草总公司于2018年3月22日印发的《中国烟草总公司关于中烟国际（香港）有限公司运营的通知》（中烟办[2018]60号）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

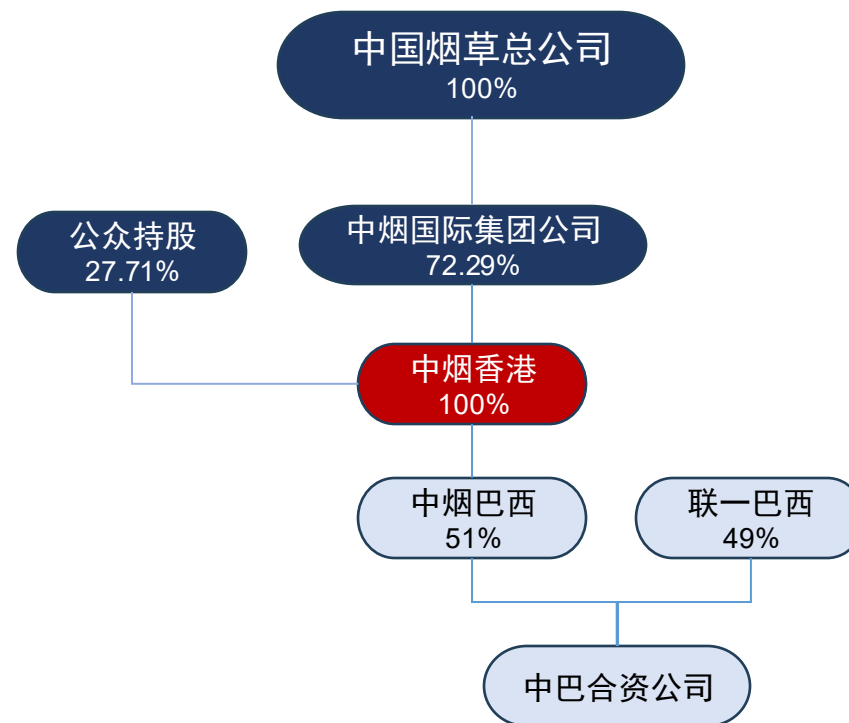
股权结构：中烟总公司为实际控制人，间接控股73%

- 我国烟草为专营专卖制度。根据《烟草专卖法》，国家对烟草专卖品的生产、销售和进出口实施垄断经营与统一管理制度，生产、批发和零售都需要许可证。我国烟草专卖体系为两个机构一套人马，其中1) 国家烟草专卖局负责烟草行业的监督管理、2) 中国烟草总公司CNTC为唯一从事烟草专卖品生产、销售和进出口业务的企业。公司通过与中烟总公司旗下的商业部门、工业部门等相关实体订立独家经营与长期供货协议以开展业务。
- 实际控制人中国烟草总公司持股72.3%，股权高度集中。公司控股股东为中烟国际，中国烟草总公司为公司实际控制人，间接持有72.3%股份；2021年公司收购中烟巴西后股权向下延伸，目前通过中烟巴西持有中巴公司51%股份。

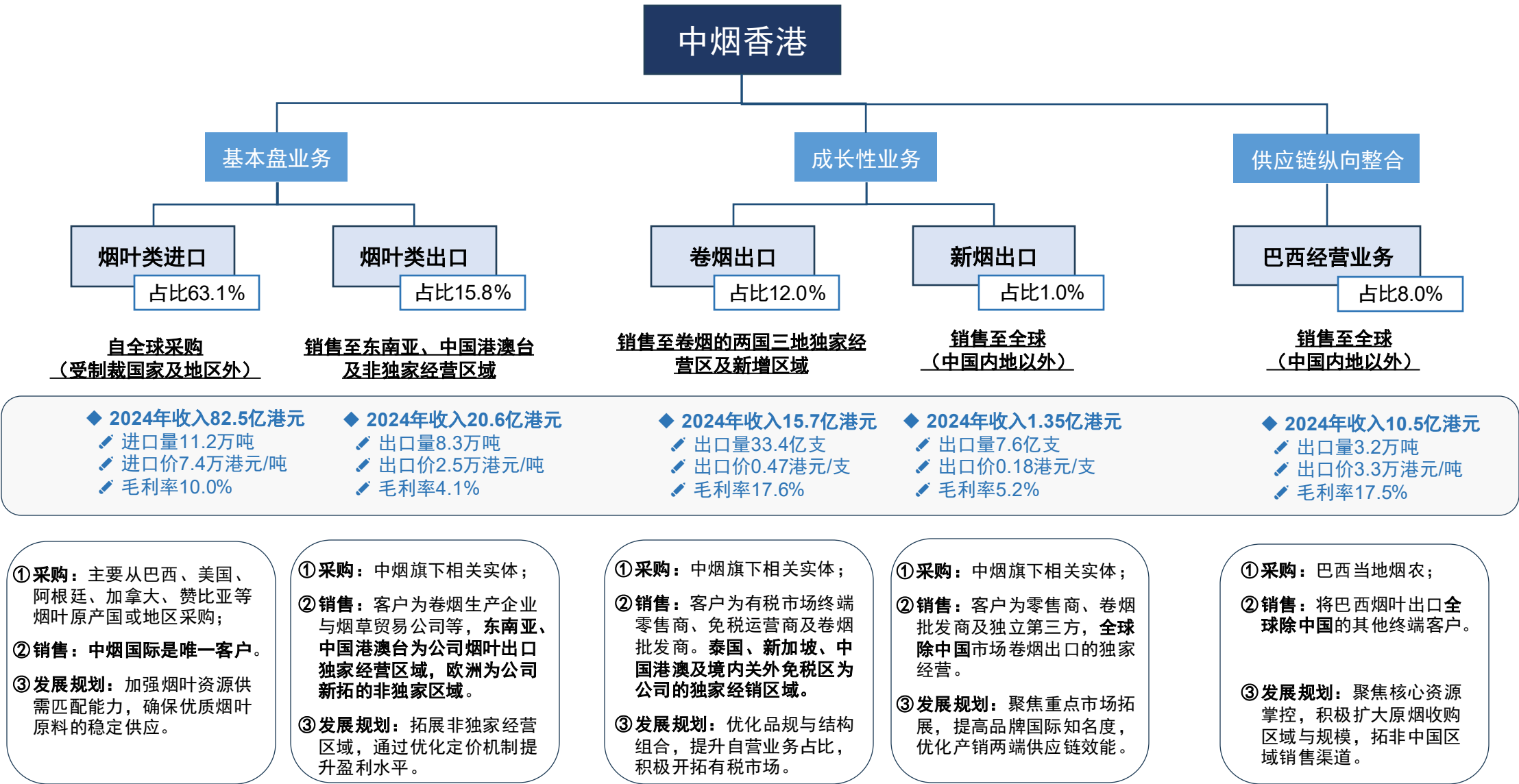
中国烟草专卖体系：两个机构一套人马



中烟总公司为公司实际控制人，间接持有72.3%股份



五大业务：基本盘稳固，成长性业务积极开拓



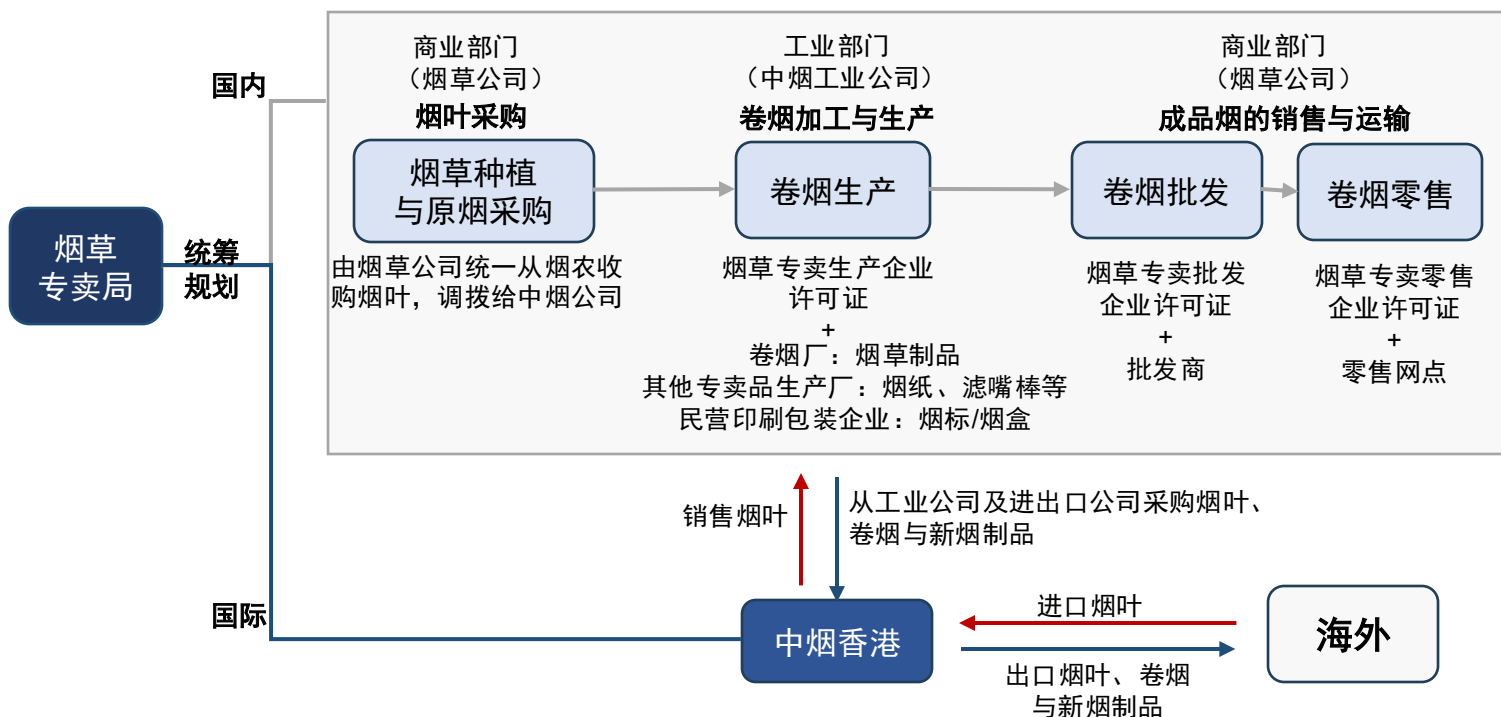
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

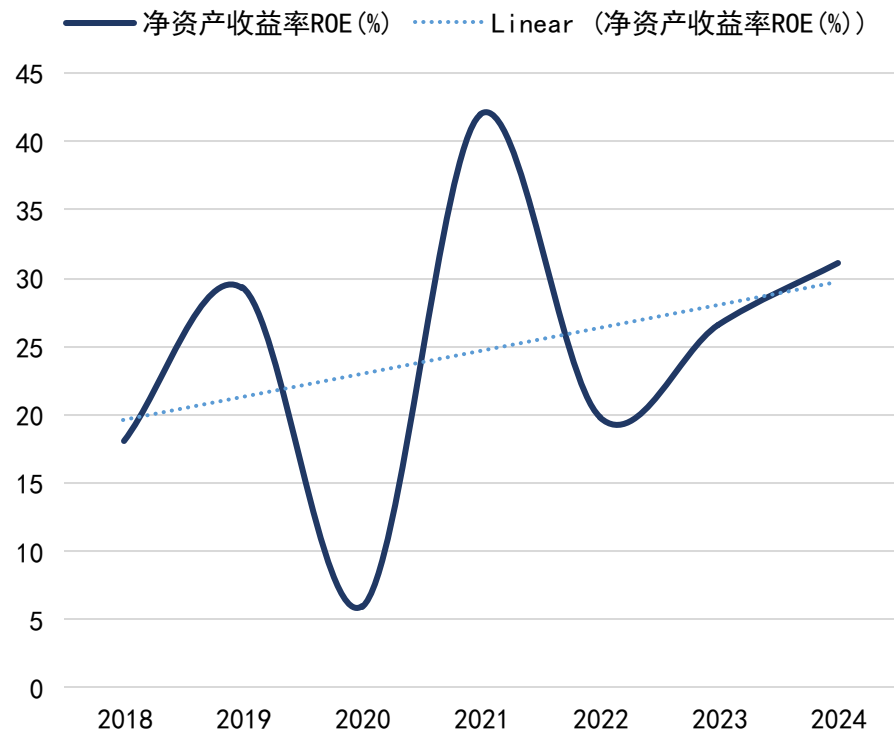
业务属性：轻资产与高ROE生意

- 我国烟草业的特殊性在于是专卖专营生意，产销环节工、商贸分离。烟草产业链由烟叶种植与购销、烟标制造、烟叶加工与卷烟制造、卷烟批发、卷烟零售5个主要环节构成。1) 上游：中国烟草总公司下属的各烟草公司集中采购烟叶；2) 中游各省级中烟工业公司负责卷烟的加工与生产；3) 下游成品烟的销售活动由国家烟草专卖局统筹规划，再由各省级商业公司通过颁发烟草专卖许可证管控批发和零售渠道。
- 公司业务较少涉及实际生产经营活动，高ROE&轻资产运营。公司从国内采购烟叶、卷烟与新烟制品销售至海外客户，同时从海外采购烟叶销售给中烟集团，除中巴公司涉及上游烟叶种植之外，公司业务偏垄断贸易模式，固定资产占比不足5%；受益于独家经营地位与独家掌握的供需双方资源，公司在供销两端有一定议价能力，盈利优异且ROE呈提升趋势，2024年ROE达31%。

公司在国内烟草产业链中的参与环节：以进出口贸易模式为主



2024年公司的净资产收益率超30%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2021年ROE突破40%主要系2021年中烟巴西完成重组，并确认相关视作出售合营企业收益4.06亿港元

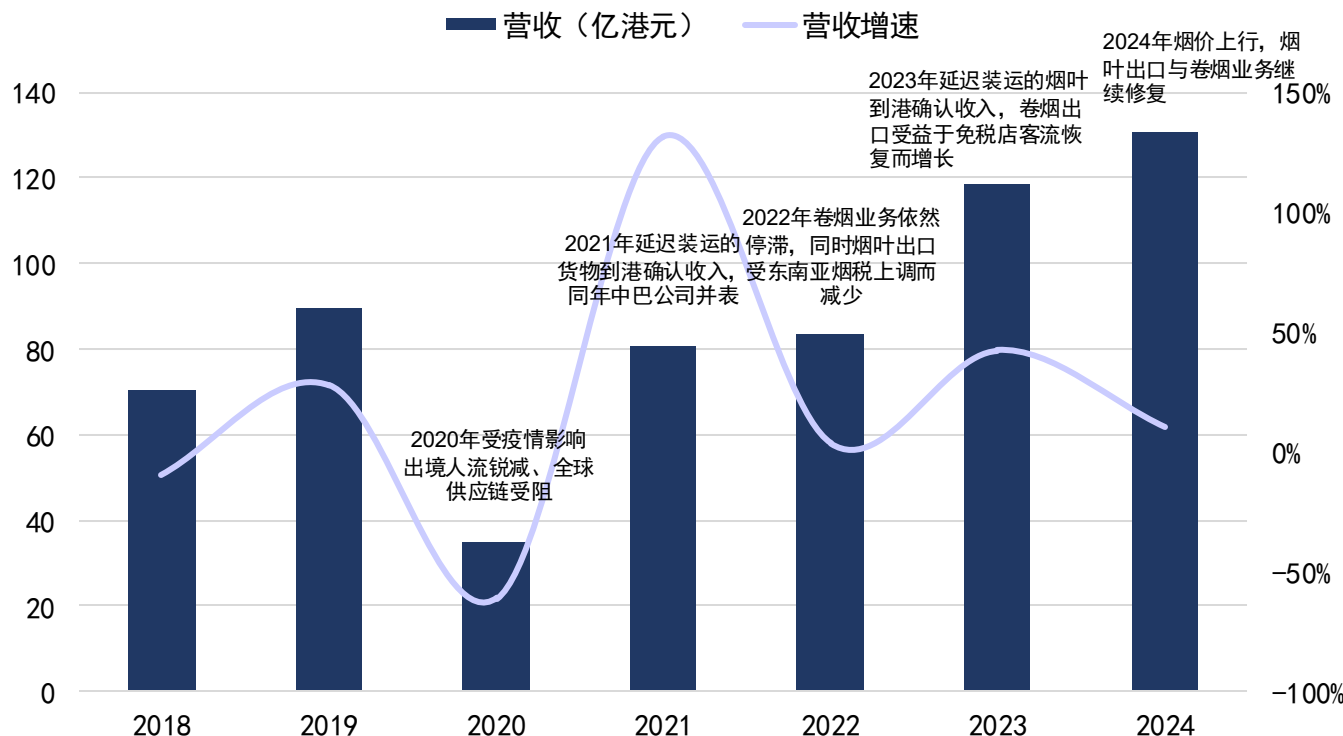
资料来源：国家烟草专卖局，华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

收入复盘：烟叶类进出口为主，收入波动上行

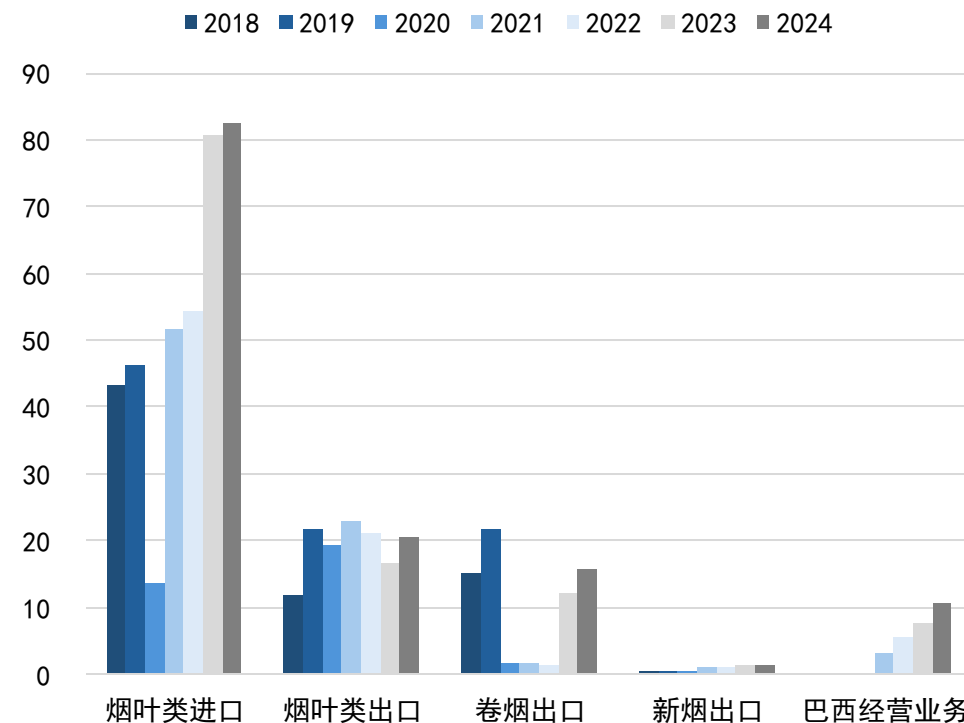
- 公司收入在波动中上行。2018-2024年收入从70.3亿港元增长至130.7亿港元，年复合增速10.9%。收入的波动主要受疫情导致的客流减少与装运延迟扰动，收入的增长由烟叶类进口需求增长、烟价提升、巴西经营业务并表与增长、卷烟与新烟出口等成长性业务拓展而驱动，其中：
 - 2020年收入-61.2%，主要系疫情导致主要市场区域跨境人流锐减与全球供应链受阻；2021年收入+131.4%，主要系2020年延迟装运的烟叶进口到港与并表中巴公司；2022年收入+3.2%，其中卷烟出口基本停滞、烟叶出口由于东南亚烟税上调和国内适销烟叶资源减少而下滑；2023年收入+42.2%，主要系受疫情影响延迟装运的烟叶到港、免税市场客流恢复与烟叶单价提升；2024年收入+10.5%，主要系烟叶出口需求恢复与定价优化、卷烟出口持续修复与巴西经营业务中单价较高的成片烟销量占比提升。
- 收入结构以烟叶类进出口为主。2024年烟叶类进口、烟叶类出口、卷烟出口、巴西经营业务与新烟出口业务占比分别为63%/16%/12%/8%/1%。

2018-2024年公司营收及增速（亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018-2024年公司分业务营收及增速（亿港元）



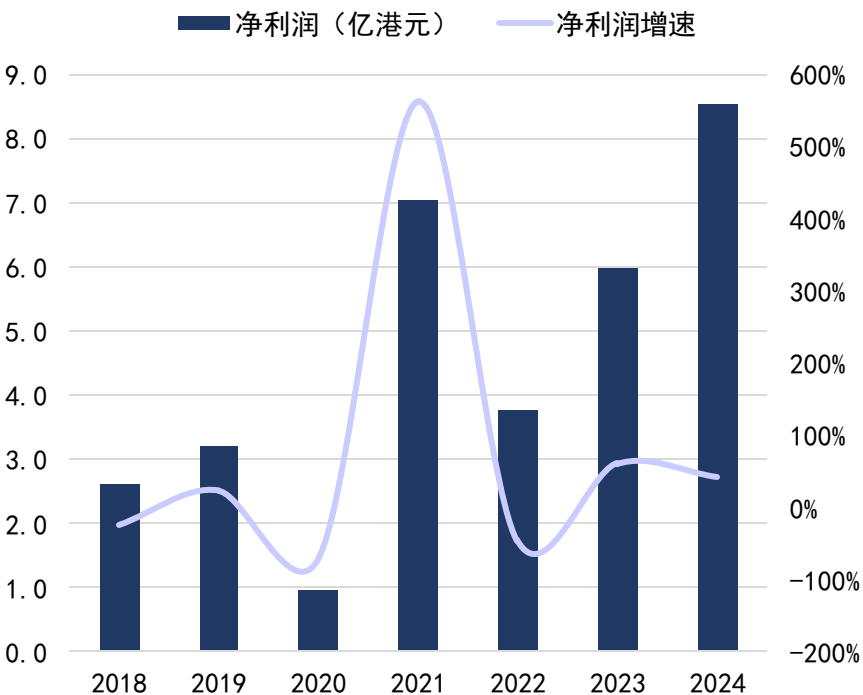
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

业绩复盘：各业务盈利优化，利润率明显提升



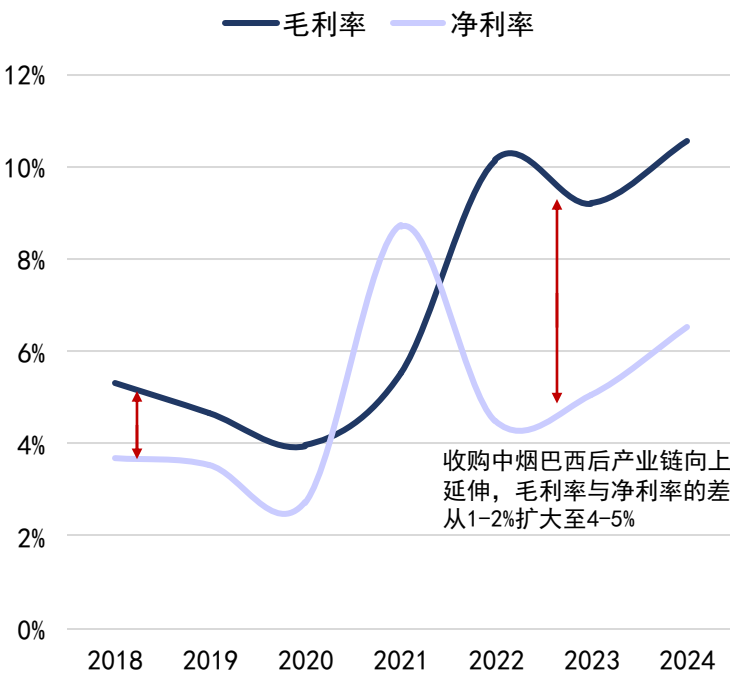
- ❑ 盈利能力受益于业务&产品&渠道结构改善而持续提升。2018-2024年公司净利润从2.6亿港元提升至8.5亿港元，年复合增速为21.8%，其中2021年净利润同比+562%，主要系当年中烟巴西集团完成重组并确认相关视作出售合营企业收益4.06亿港元，剔除该影响公司净利润同比+193%至3.1亿港元。整体看公司利润增速快于收入，主要系：
- ① 高毛利的业务结构提升：巴西经营业务、卷烟出口与烟叶进口业务利润率较高，高毛利业务的占比提升带动盈利提升。
 - ② 各业务的盈利能力优化：烟叶类进口业务盈利提升主要系受益于收购中烟巴西后的供应链纵向整合、毛利率高的雪茄烟叶进口比例提升，烟叶出口持续优化产品定价策略，卷烟出口业务中盈利强的自营渠道占比提升。
 - ③ 此外，利息收入增长也对利润增长有所贡献：利息收入占净利润的比例从2018年的6.8%提升至2024年的17.3%。

2018-2024年公司净利润及增速（亿港元）



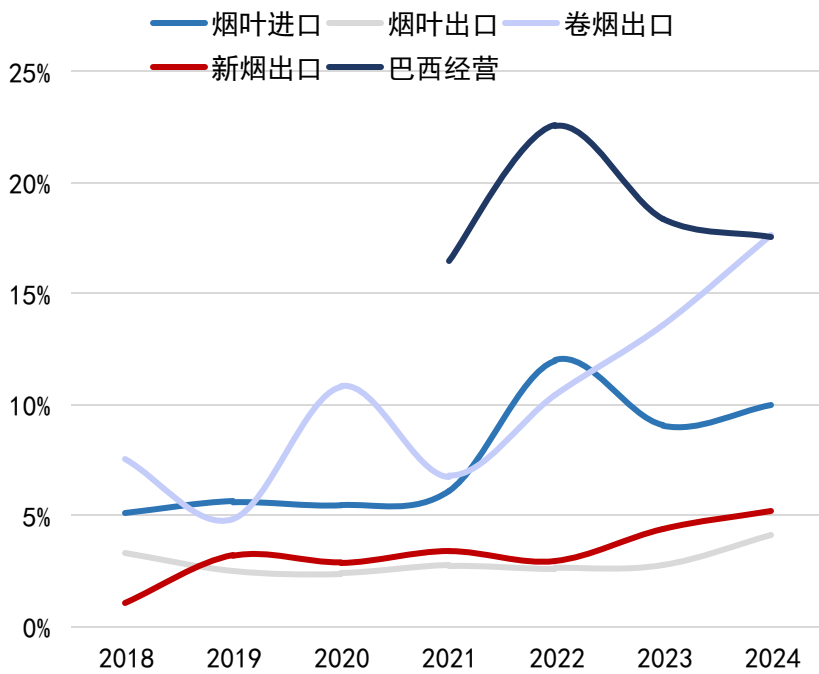
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018-2024年公司毛利率与净利率



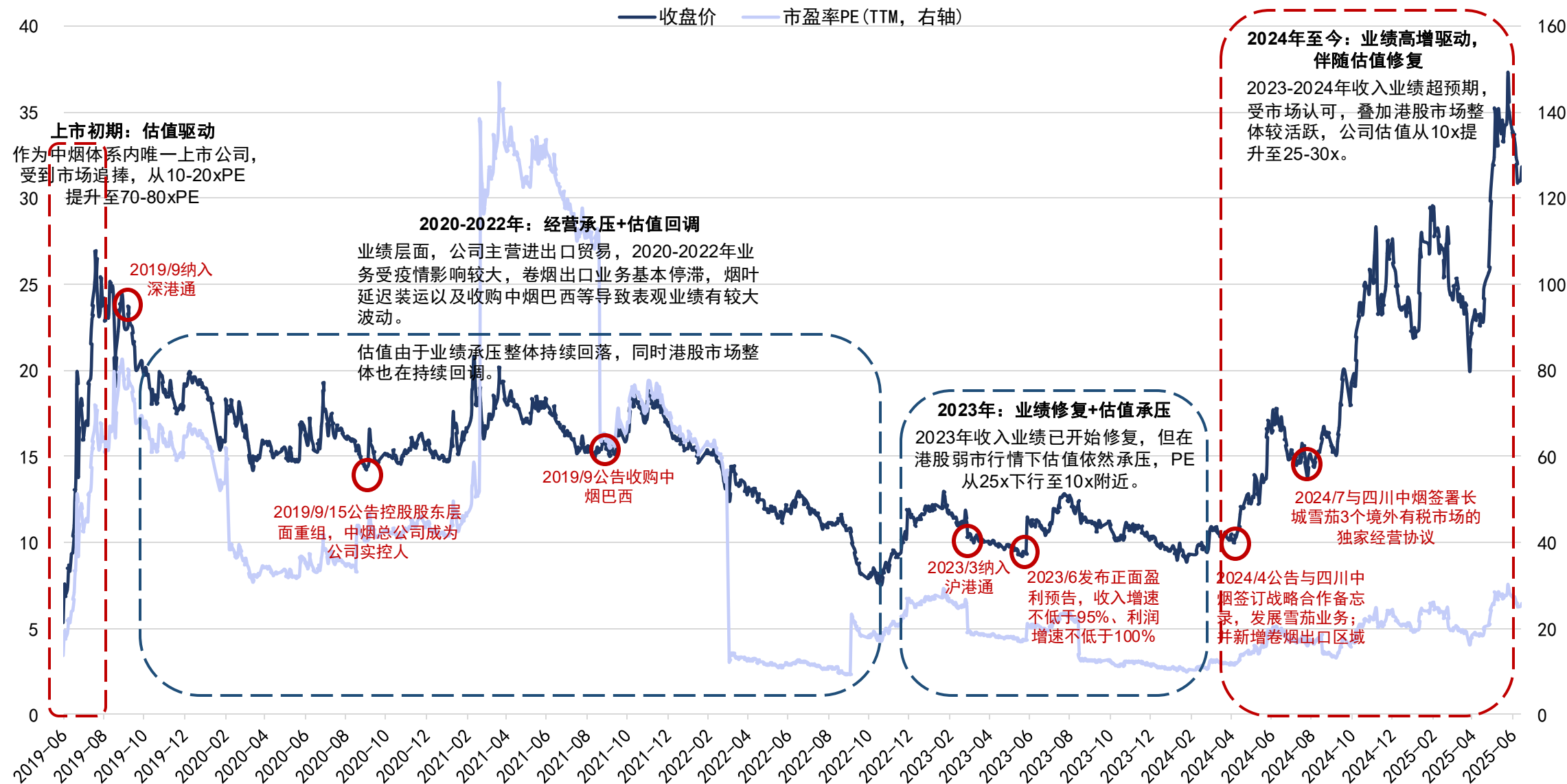
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2018-2024年分业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股价复盘：股价主要受业绩与事件催化驱动



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

02 | 烟叶进出口业务： 基本盘稳健的现金牛主业

全球烟叶生产：大宗农产品，年产量稳定、价周期性波动



烟叶为有常规种植季节的农产品，供应量稳定+价周期性波动

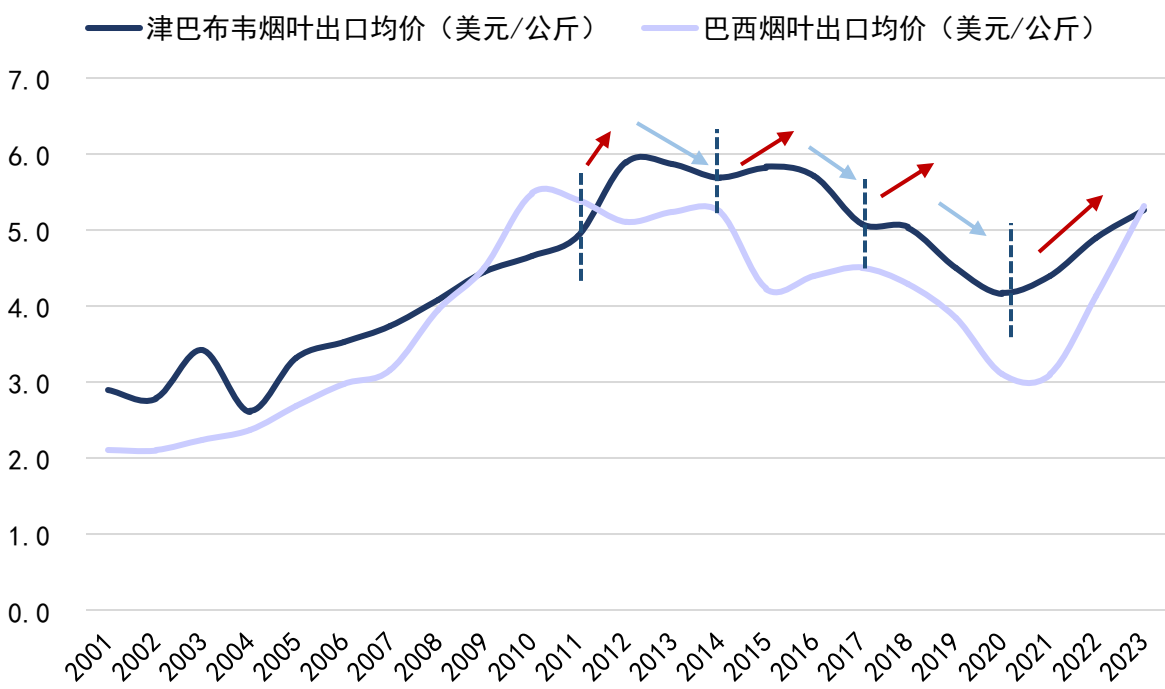
- ① 量：全球供应量偏稳定。烟叶种植对气候（阳光照射充足、15-30℃）、土壤（肥沃疏松、pH值5.5-6.5）与水分（水分充足且排水性良好）等要求较高，产地主要分布于美洲、非洲与我国西南片区；此外烟叶种植属于劳动密集性工作，生产周期较长，以一年一季为主。因此全球烟叶的种植地与供应量基本稳定，年产量的波动受天气与气候等因素影响。2019-2024年全球烟叶产量在440-490万吨波动，其中我国烟叶产量约210-230万吨，烤烟占比95%；海外烟叶产量约220-270万吨，烤烟与白肋烟分别占比73%/18%。
- ② 价：以4-5年为小周期波动。烟叶种植产量与需求景气度的时间错配形成烟周期，以津巴布韦与巴西烟叶出口均价的历史数据来看，近年来烟价多以4-5年为一个周期，且价格整体是上行趋势。

2019-2024年世界烟叶产量：集中在南美、非洲与亚洲地区

| (单位：万吨) | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-----------------|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球（除中国）各类烟叶产量总计 | | 273.7 | 236.7 | 235.7 | 220.4 | 259.1 | 255.9 |
| 烤烟 | | 191.9 | 166.2 | 173.3 | 163.8 | 194.9 | 186.4 |
| 其中：中北美洲及加勒比地区 | | 15.4 | 11.7 | 15.6 | 14.4 | 15.6 | 17.2 |
| 南美 | | 68.8 | 64 | 65.8 | 59.6 | 63.4 | 54.3 |
| 欧洲及独联体 | | 11.9 | 10.9 | 11.2 | 9.3 | 8.7 | 9.7 |
| 非洲及中东 | | 42.9 | 31.1 | 35.6 | 36 | 50.6 | 42.6 |
| 亚洲和大洋洲 | | 52.9 | 48.5 | 45.1 | 44.5 | 56.6 | 62.6 |
| 白肋烟 | | 43.8 | 43.8 | 39.9 | 34.2 | 43.3 | 46.3 |
| 其中：中北美洲及加勒比地区 | | 6.4 | 5.1 | 4.6 | 4.6 | 5.1 | 5.4 |
| 南美 | | 11.5 | 9.7 | 8 | 7.5 | 8.4 | 6.5 |
| 欧洲及独联体 | | 2.3 | 1.8 | 1.7 | 1.2 | 1.1 | 1.1 |
| 非洲及中东 | | 23.7 | 17.4 | 16.6 | 12.6 | 17.5 | 18.7 |
| 亚洲和大洋洲 | | 9.7 | 9.8 | 8.4 | 8.3 | 11.2 | 14.6 |
| 香料烟 | | 16.6 | 15.3 | 11.6 | 11 | 10.3 | 11.2 |
| 深色晾晒烟 | | 11.6 | 11.4 | 11.5 | 11.4 | 10.6 | 12 |
| 中国各类烟叶产量总计 | | 215.3 | 213.4 | 212.8 | 218.8 | 229.7 | 225.6 |
| 其中：中国烤烟产量 | | 202.1 | 202.2 | 202.1 | 208.0 | 219.1 | - |
| 云南烟叶 | | 83.5 | 84.3 | 84.8 | 86.3 | 89.6 | - |
| 四川烟叶 | | 16.0 | 16.2 | 16.1 | 16.1 | 17.3 | - |
| 贵州烟叶 | | 23.5 | 22.5 | 23.3 | 22.6 | 23.8 | - |
| 湖北烟叶 | | 6.3 | 6.3 | 6.9 | 8.1 | 8.0 | - |

资料来源：东方烟草报，中国国家统计局，国信证券经济研究所整理

2021-2023年全球烟叶出口价：周期约4-5年，烟价整体波动上行



资料来源：联合国粮食与农业组织，国信证券经济研究所整理

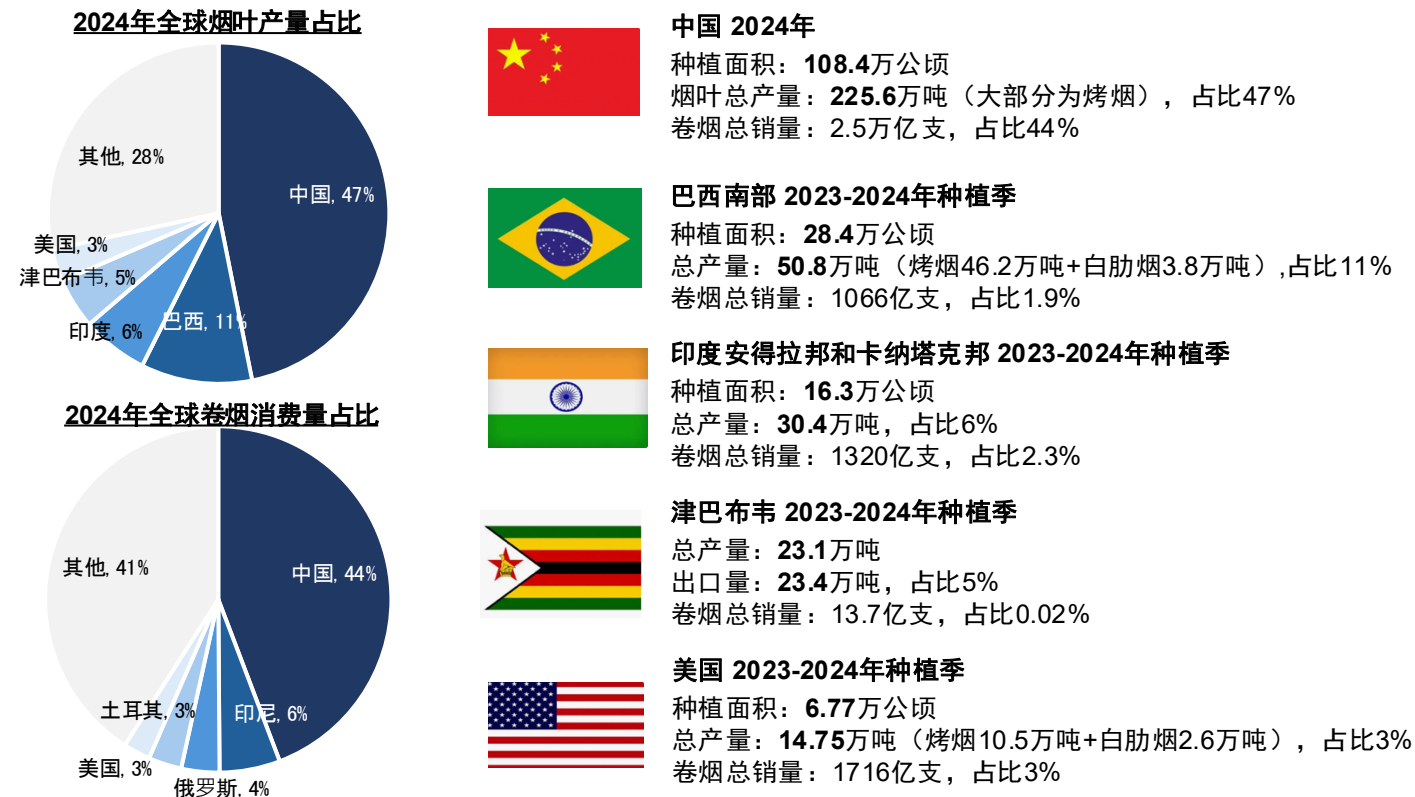
全球烟叶贸易：产需地不匹配与风味差异形成进出口需求

□ 存在全球烟叶贸易的底层逻辑在于产需地不完全匹配与各地烟叶风味不同

- ① 烟叶产需地不完全匹配：全球烟叶前五大产地为我国、巴西、印度、津巴布韦与美国，2024年占全球产量的72%；而卷烟需求市场主要在中国、印尼与俄罗斯等地。因此巴西、津巴布韦与印度等地的烟草价值链偏上游，烟叶主要用于出口。
- ② 各地烟叶风味差异：由于土地与气候等自然条件的差异，各地烟叶的风味、口感与质量各具特色，全球最佳三大烟叶产区集中在巴西、津巴布韦与美国西海岸，凭借其独特的高品质香气、油分充足和良好的配伍性成为中式部分名优卷烟品牌不可缺少的优质配方辅料。此外，卷烟属于成瘾性食品，品牌的风味和烟叶原料配比基本固定，因此不同产区的烟叶可替代性也较低。

全球烟叶的主要产区与需求市场不完全匹配

从烟叶风味与质量看：津巴布韦烤烟>巴西烤烟>国内烤烟



不同地区烤烟挥发性各类香味物质含量的差异：
津巴布韦烤烟>巴西烤烟>国内烤烟

| | |
|----------|------------|
| 香味物质总量 | 津巴布韦>巴西>国内 |
| 酮类、醛类和酚类 | 津巴布韦>巴西>国内 |
| 新植二烯 | 巴西≈国内>津巴布韦 |
| 醇类 | 津巴布韦≈国内>巴西 |
| 酯和内酯类 | 巴西>津巴布韦>国内 |
| 氮杂环类 | 巴西>津巴布韦>国内 |
| 呋喃类 | 比较接近 |

不同地区烤烟无机元素含量(影响燃烧性)的差异：
津巴布韦烤烟>巴西烤烟>国内烤烟

| | |
|-----------------|------------|
| 钾镁钙磷(含量越高燃烧性越好) | 津巴布韦>巴西>国内 |
| 氯硫(含量越高燃烧性愈差) | 津巴布韦<巴西<国内 |

资料来源：郑州轻工业学院学报（自然科学版）2014年第29卷第1期《国产烤烟与津巴布韦和巴西烤烟挥发性香味物质的差异性分析》；河南农业科学学报2009年7期《云南烤烟和津巴布韦烤烟的质量差异分析》；烟草市场《进口烤烟与部分国产烤烟差异比较》；国信证券经济研究所整理

资料来源：东方烟草报，国家统计局，Euromonitor，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

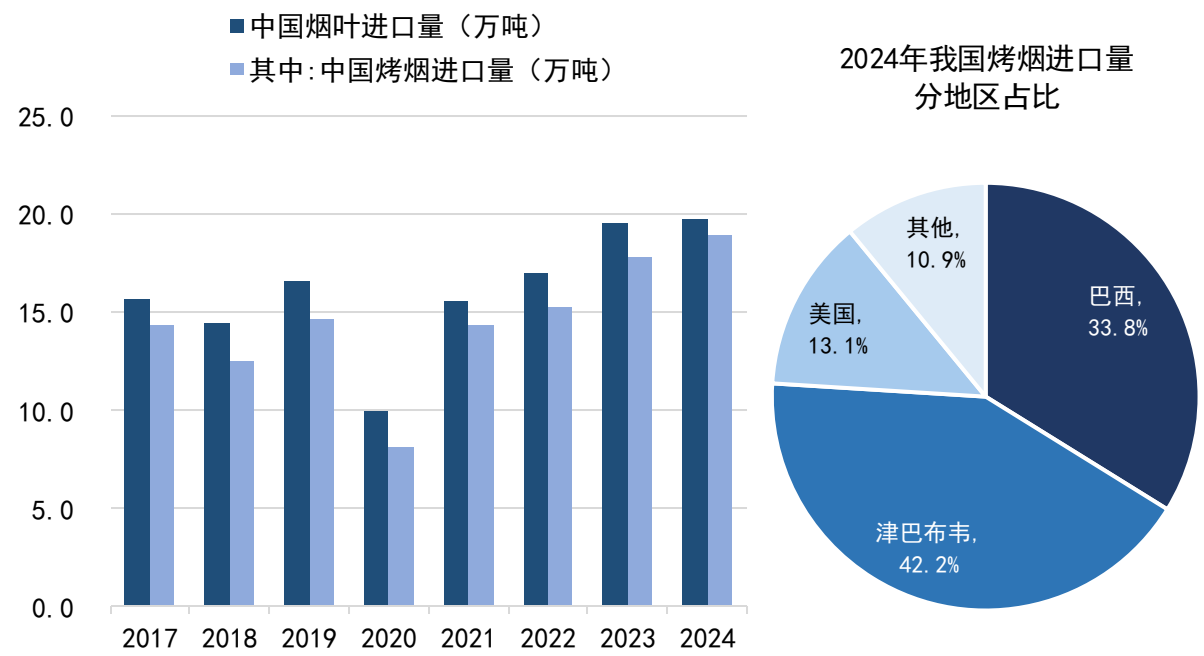
我国烟叶进出口：严格计划管控，烟叶年进出口量基本稳定



我国的烟叶进出口受国家烟草专卖制度规管，烟叶年进、出口量均接近20万吨

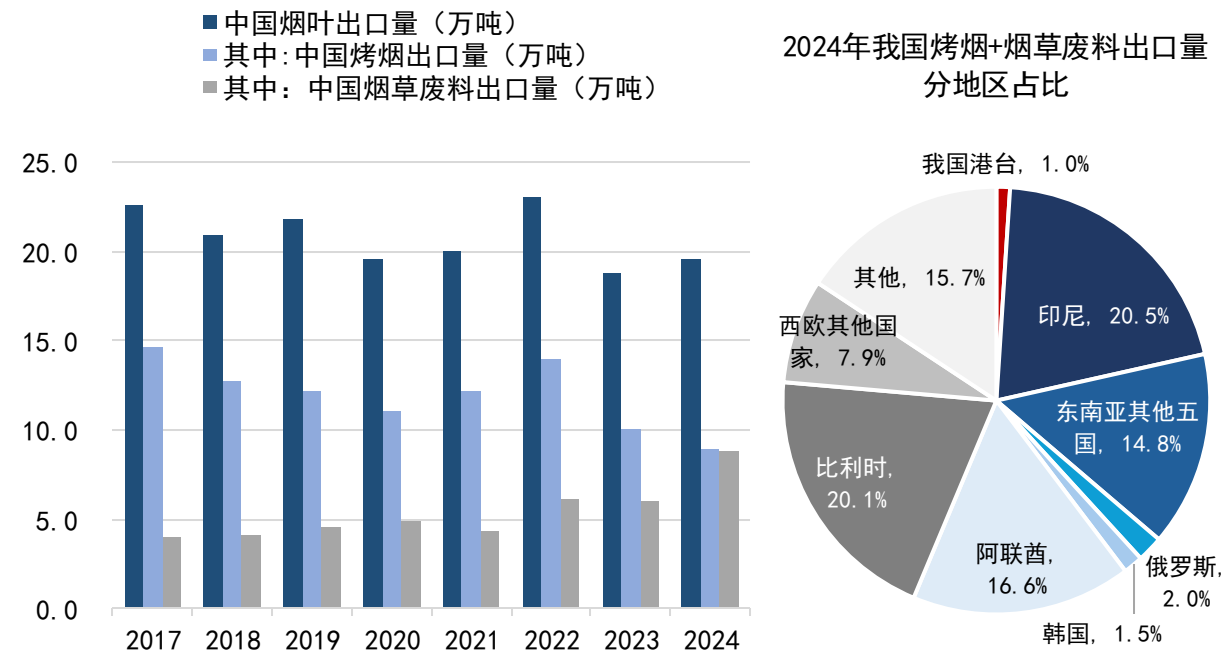
- ① 烟叶进口量：我国烟叶进口量从2017年的15万吨稳步提升至20万吨，其中以2024年公司的11.2万吨烟叶类进口计，公司占比约57%。从进口地来看，2024年我国从津巴布韦、巴西与美国进口的烟叶量占比分别为42.2%/33.8%/13.1%，进口多为优质烟叶类产品，搭配国内中高端卷烟品牌的生产以提升口感。
- ② 烟叶出口量：基本稳定在20万吨左右，以公司2024年的8.35万吨烟叶出口量计，公司占比约40%。从出口地来看，2024年我国烟叶类产品主要出口至东南亚、西欧与阿联酋地区，分别占比35.3%/28.0%/16.6%，出口的烟叶类产品中烤烟与烟草废料各占45%，海外对中国烟叶的需求主要是基于其独特口感、香型与高性价比，但出口量整体要受计划管控。

我国烟叶进口：年进口量约20万吨，主要来自津巴布韦、巴西与美国



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理
注1) 此处统计的烟叶进出口包括：部分或全部去梗的烤烟、未去梗的烤烟、“均化”或“再造”烟草、其他未去梗的烟草、其他部分或全部去梗的烟、其他供吸用的烟草、其他烟草或烟草代用品的制品与烟草废料；
注2) 烟叶出口的东南亚其他五国包括越南、柬埔寨、菲律宾、老挝、新加坡，西欧其他国家包括德国、法国、荷兰、葡萄牙、希腊、匈牙利与意大利

我国烟叶出口：年出口量约20万吨，主要出口至东南亚、阿联酋与欧洲



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

公司烟叶类进口业务：计划配额，确保优质烟叶原料的稳定供应

□ 烟叶进口业务模式：公司独家经营全球（受制裁国家及地区外）烟叶类产品进口业务。

- ① 采购：从全球烟叶原产国或地区（受制裁国家及地区外）采购烟叶类产品，公司是从巴西、美国、阿根廷、加拿大、赞比亚与马拉维等国家进口烟叶类产品进口至中国的唯一供应商。
- ② 销售：中烟国际是中国唯一合格进口海外烟叶来产品进中国的实体，也是公司唯一客户。
- ③ 定价策略：销售价=采购价*（1+6%），其中为生产特定品牌卷烟而进口的一小部分烟叶类产品加价3%。

□ 业务核心：加强烟叶资源的供需匹配能力与对原烟市场的参与度，确保优质烟叶原料的稳定供应。

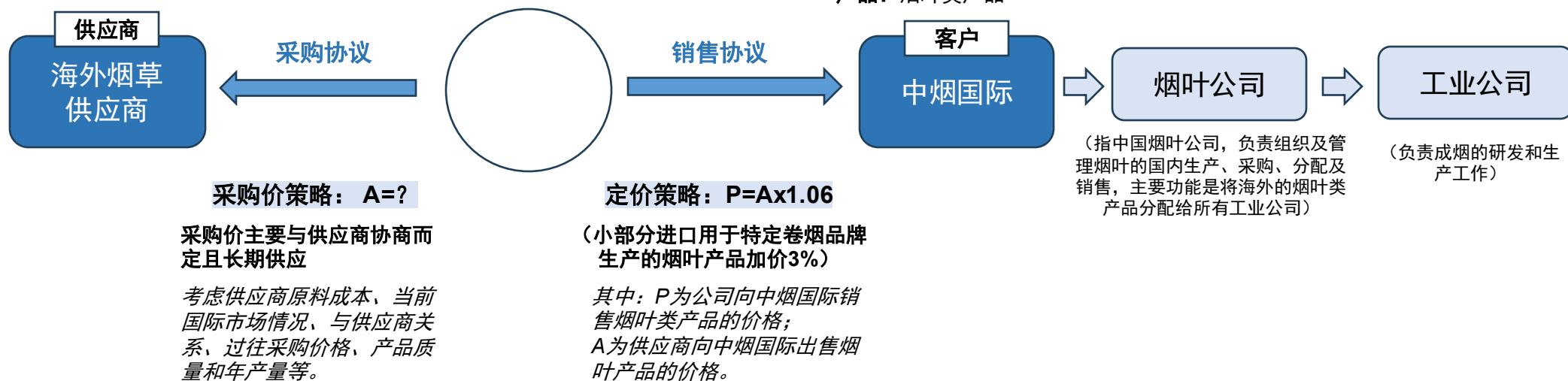
公司的烟叶进口业务模式

- 供应商：除中烟国际（北美）、中烟国际阿根廷及CBT等中烟总公司旗下实体外，大部分海外供应商为独立第三方。

公司的独家经营地位（津巴布韦除外）：
中烟香港是从巴西/美国/阿根廷/赞比亚/哈萨克斯坦/加拿大等地区（受制裁国家除外）进口烟叶类产品至中国的唯一供应商。

- 客户：中烟国际是中国唯一合格进口海外烟叶的实体，也是公司烟叶进口业务的唯一客户。
- 产品：烟叶类产品

中国烟草总公司基于所有行业公司的估计需求厘定自各原产国烟叶类产品进口总量



公司烟叶类进口业务：量价齐升驱动收入增长，毛利率显著提升

□ 公司烟叶类进口业务收入：2018-2024年收入从43.4亿港元提升至82.5亿港元，年复合增速11.3%。

① **量价**：进口量呈波动上行，目前维持在10-12万吨，主要系受延迟装运到港扰动；进口均价自2021年的5.3万元/吨提升至2024年的7.4万元/吨，主要系烟叶处于上行周期。其中：2020年进口量下降主要系疫情导致供应链受阻与订单延后；延迟的装运在2021年陆续到港且部分恢复从美国和加拿大的烟叶采购，2021年进口量高增；2022年虽受疫情影响延迟装运，但公司新拓雪茄烟叶的进口采购，进口量仅小幅下降；2023年由于去年延迟的装运到港而增长至11.7万吨；2024年进口量回落至11.2万吨。

② **盈利**：毛利率从2021年的5-6%提升至10%，主要系收购中烟巴西及CBT后的供应链整合提效，毛利率较高的巴西烟叶与雪茄烟叶占比提升。

□ **业务看点**：受益于国内卷烟消费结构升级，烟叶进口量仍有望稳步增长，同时收入将主要受烟价波动影响。

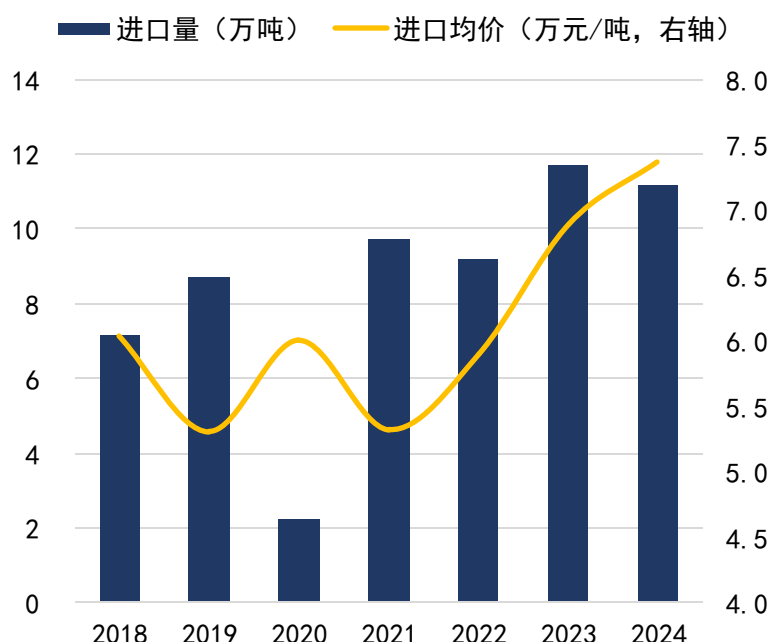
公司烟叶进口业务收入与增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

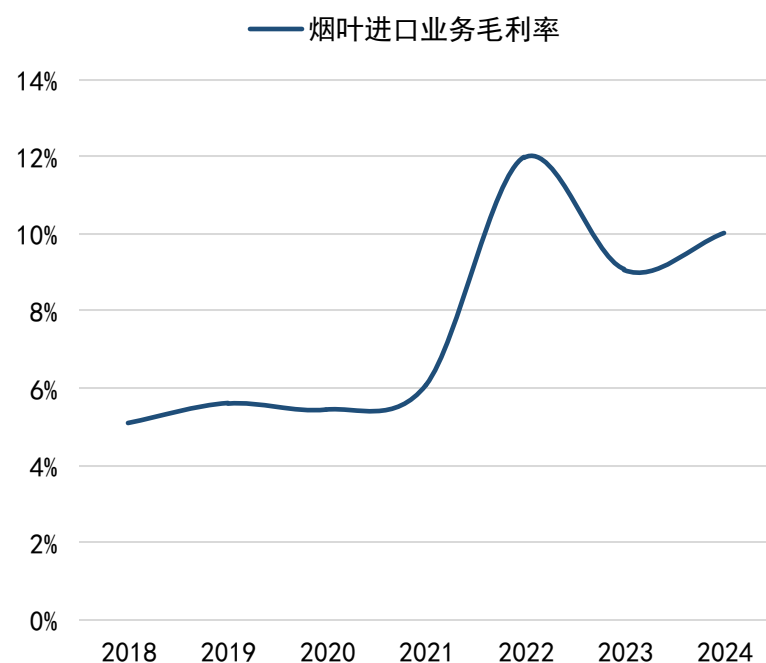
注：公司在装运及货物检验完成后方录得烟叶类产品进口业务收入，此外自巴西采购烟叶类产品，当地烟叶类产品生产完成时间于每年第四季度波动且因烟叶种植季节（受气候及其他种植条件影响）而异，上述都会导致公司于订立交易当年年末后方完成装运及货物检验。

公司烟叶进口量价趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司烟叶进口业务毛利率



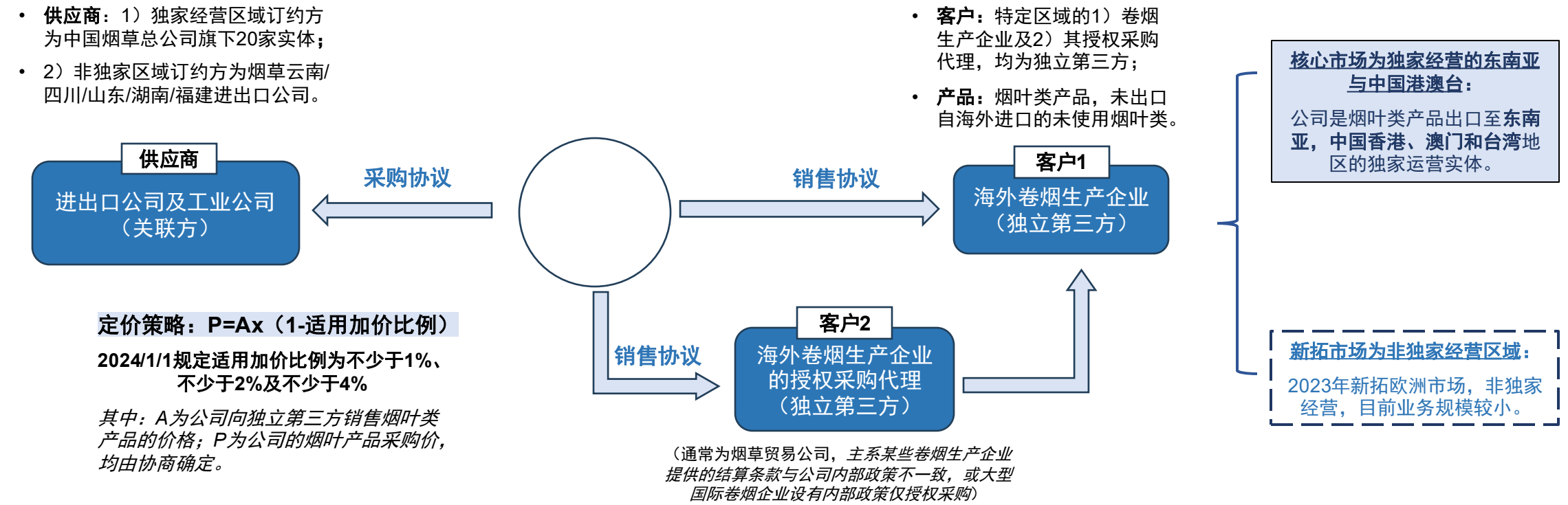
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司烟叶类出口业务：独家经营东南亚、中国港澳台地区，积极拓市场



- 烟叶出口业务模式：公司独家经营烟叶类产品出口至东南亚、中国港澳台。
- ① 采购：主要从国内的云南省、贵州省和四川省等地采购烟叶类产品，供应商为中烟总公司旗下实体。
- ② 销售：东南亚、中国港澳台是我国烟叶类产品出口的第一大市场，也是公司烟叶类出口业务的独家经营区域；2023年8月公司新拓非独家经营区域欧洲地区，2024年烟叶出口进一步拓展至其他区域。
- ③ 定价策略：采购价=销售价*（1-适用加价比率），自2024年/1/1，适用加价比例不少于1%、不少于2%及不少于4%。
- 业务核心：核心市场稳固重点客户的合作关系，持续拓展非独家经营市场，培育新兴市场增长点。

公司的烟叶出口业务模式

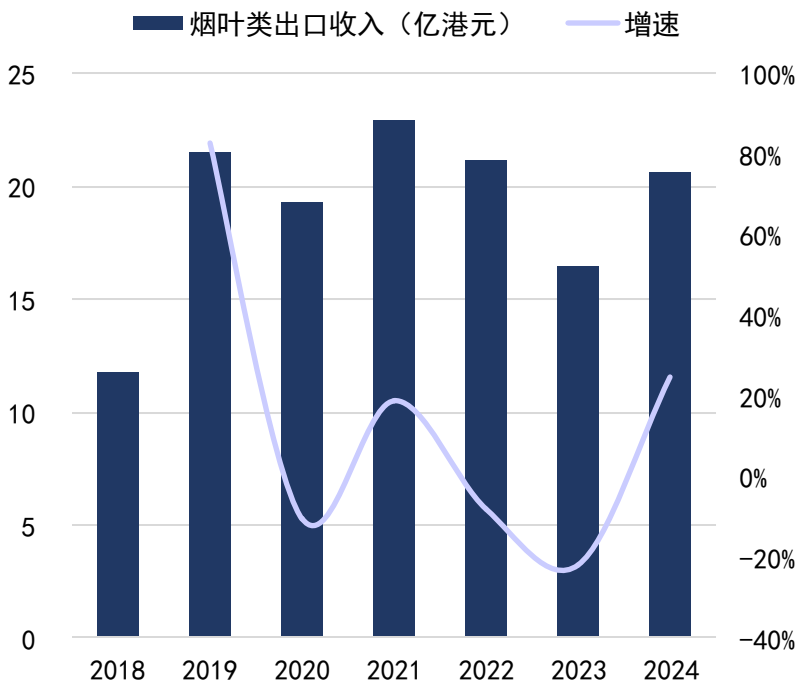


公司烟叶类出口业务：出口量小幅波动，优化出口定价策略提升盈利



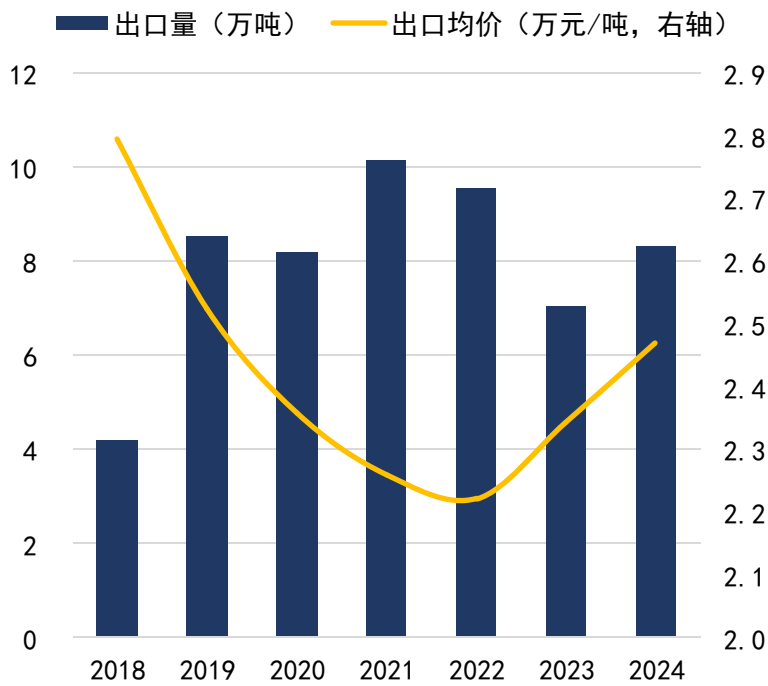
- 公司烟叶类出口业务收入：2018-2024年收入从11.8亿港元提升至20.6亿港元，年复合增速9.8%。
 - ① 量价：年出口量在8-10万吨波动，主要系受海外卷烟商的烟叶需求影响：2020年疫情影响海外卷烟消费下降，2021年需求回暖，2022-2023年东南亚因烟税持续上调和控烟措施趋严等影响减少采购需求，2024年国际市场对我国的烟叶需求有所恢复；价格方面，公司提供高性价比烟叶为主，出口均价自2022-2024年持续提升，主要系持续优化定价策略与增强对供需两端的议价力度。
 - ② 盈利：毛利率从2020年的2.4%提升至2024年的4.1%，主要系公司主动优化定价策略。
- 业务看点：开辟新市场与拓新渠道，从独家经营区向欧洲等非独家区域拓展；主动优化定价机制，有望继续提升出口均价与盈利水平。

公司烟叶出口业务收入与增速



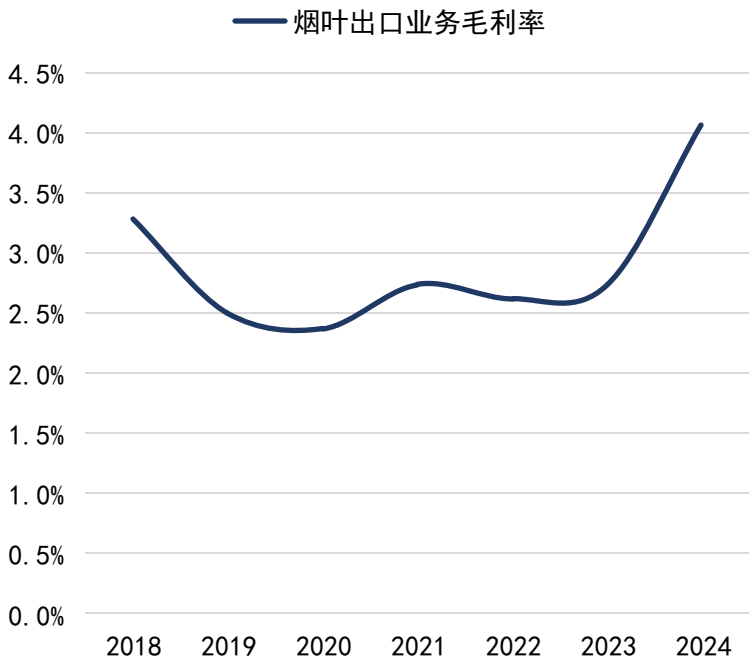
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司烟叶出口量价趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司烟叶出口业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

03 | 卷烟与新烟出口： 内生外延的成长性业务

全球卷烟市场：年销量约5.7万亿支，海外市场由国际烟草巨头主导



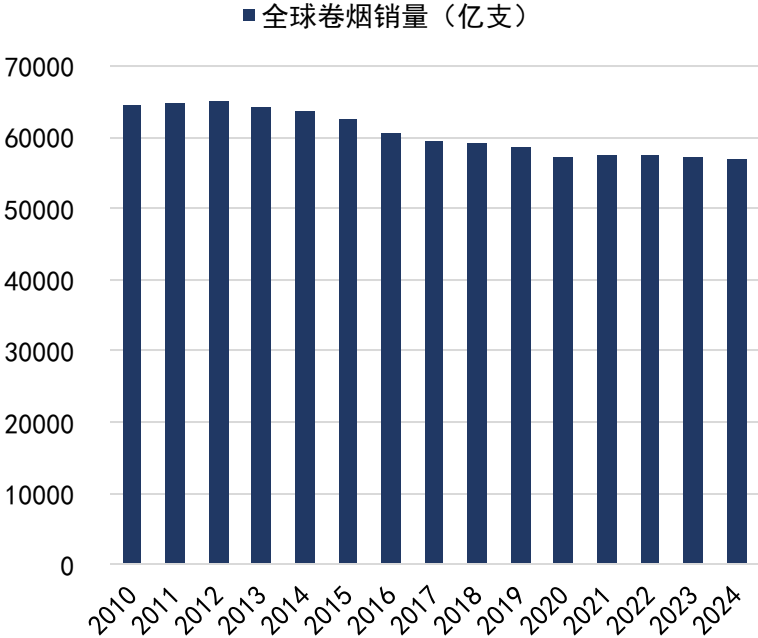
近五年全球卷烟销量维持在5.7万亿支

- 由于各国近年通过提高烟草税、禁止广告宣传等措施积极控烟，国际烟草龙头也在加速新型烟草转型，全球传统烟民的数量与烟草使用率虽有下降趋势，仍是万亿销量级别市场，根据Euromonitor，2010-2024年全球卷烟销量从6.4万亿支下滑至5.7万亿支。分市场来看，我国为烟草第一大国，占据全球卷烟销量份额的44%，印尼、俄罗斯、美国与土耳其等亦是卷烟重要消费市场，分别占有2-5%市场份额。

海外卷烟市场由国际烟草巨头主导

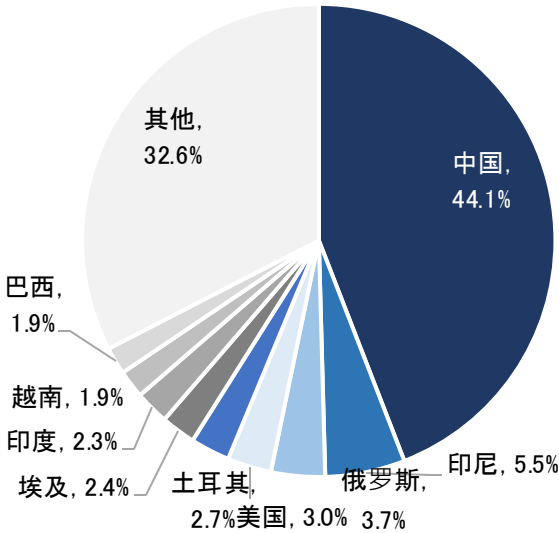
- 2024年中烟总公司卷烟销量约5000万箱，但主要集中在国内市场；海外卷烟市场主要由四大烟草巨头主导，2024年菲莫国际、英美烟草、日本烟草与帝国烟草的卷烟年销量分别为1513/1010/1106/380万箱，在海外主要市场均占有较高的市占率。

2010-2024年全球卷烟市场规模（亿支）



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：全球卷烟市场销售包括合规与非合规市场

2024年主要卷烟市场的销量占比



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

2024年全球主要卷烟市场销量格局

| | 中国 | 美国 | 西欧 | 东欧 | 中东非 | 印尼 | 越南 | 日本 | 韩国 | 2024年卷烟销量 (万箱) |
|--------|-------|-----|-----|------|-----|------|------|-----|------|-------------------|
| 中烟总公司 | 99.8% | - | - | 0.2% | - | - | - | - | - | 约5000 |
| 菲莫国际 | 0.1% | - | 41% | 28% | 16% | 28% | 3% | 20% | 14% | 1513 |
| 奥驰亚 | - | 41% | - | - | - | - | - | - | - | 137 |
| 英美烟草 | - | 31% | 18% | 14% | 11% | 3% | 25% | 14% | 8% | 1010 |
| 日本烟草 | - | 2% | 26% | 33% | 20% | 0.2% | 2% | 63% | 11% | 1106 |
| 帝国烟草 | - | 10% | 12% | 5% | 9% | - | 6% | - | - | 380 |
| 韩国KT&G | - | - | - | 1% | 2% | 5% | 0.1% | - | 67% | - |
| 其他 | 0.1% | 17% | 4% | 19% | 42% | 63% | 64% | 3% | 0.3% | - |

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注1：“其他”包括当地地方性烟草公司；
注2：菲莫/奥驰亚/英美烟草/日本烟草/韩国烟草2024年的卷烟销量数据来自《2024年世界烟草发展报告》与各国财报，中烟的卷烟总销量通过每箱烟=50000支烟推算所得

我国卷烟出口：卷烟出口占比小，中烟国际化进度低



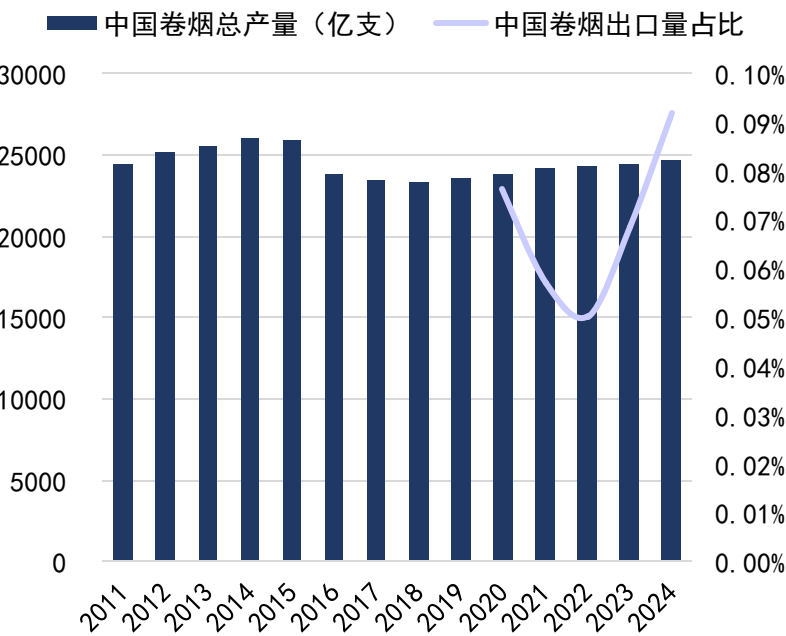
□ 我国卷烟年出口量较小，国际化进度低

- ① 我国卷烟总产量从2016年的2.38万亿支小幅提升至2024年的2.47万亿支，但卷烟年出口量不足25亿支，根据海关总署数据，我国卷烟出口地主要集中在我国港澳台、东南亚地区，分别占比为61%/8%。
- ② 过去我国卷烟国际化存在的主要问题是：小（规模小，不足卷烟产量的0.1%）、散（卷烟生产与出口企业各自为战，易在同一个目标市场过度竞争）、弱（中式卷烟在国际上尚属于弱势品牌，知名度低）。

□ 由于口味差异，我国卷烟出口以免税店为主，主要面向华人游客与消费者

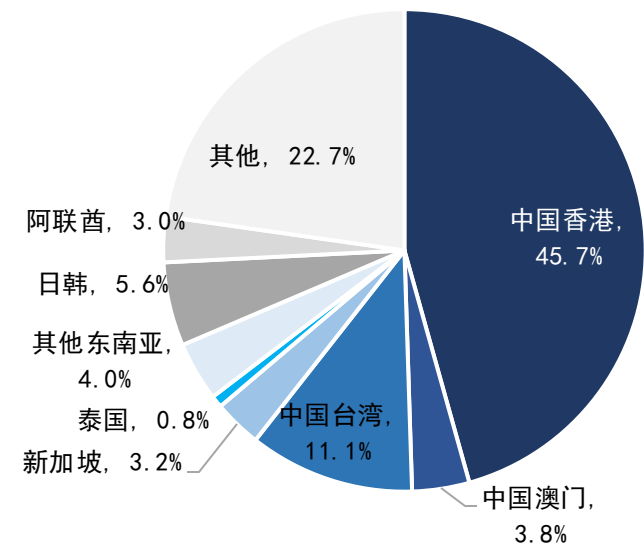
- 国内外消费者的卷烟口味存在明显差异，我国以烤烟香气浓烈的烤烟为主，海外更偏好口味更独特且变化多的混合型。因此我国的卷烟出口的消费者多为免税店华人游客，根据弗若斯特沙利文报告，中国品牌免税卷烟超90%的销售来自中国出境游客。

我国每年卷烟出口量占比不足0.1%



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

我国卷烟主要出口至我国港澳台、东南亚



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理
注：其他东南亚国家包括菲律宾、印尼、老挝、菲律宾、柬埔寨

全球各地区的烟叶口味存在明显差异

| 配方 | 主要地区 | 口味特点 | 代表品牌 |
|-----|--------|---|----------------------|
| 烤烟 | 中国、英国等 | 具有浓烈的烤烟香气，口味醇厚且味道辛辣，由于烤烟烟叶糖含量高，在燃烧时释放出的焦油量更高，刺激部位在口腔 | 555等 |
| 混合烟 | 美国、欧洲等 | 几种不同的烟叶按一定比例配置混合，一般用烤烟、香料烟、白肋烟、马里兰烟等混合，烟丝呈棕红色。口味独特且变化多，香气量足、满足感强且焦油量低；刺激部位在喉部 | 万宝路、健牌、云斯顿、骆驼、国内中南海等 |

资料来源：烟草市场、香烟网、烟悦网，国信证券经济研究所整理

公司卷烟出口业务：从卷烟拓至雪茄，从免税市场拓至有税市场

□ 卷烟出口业务模式：公司独家经营两国三地免税区的卷烟出口

- ① 供应：

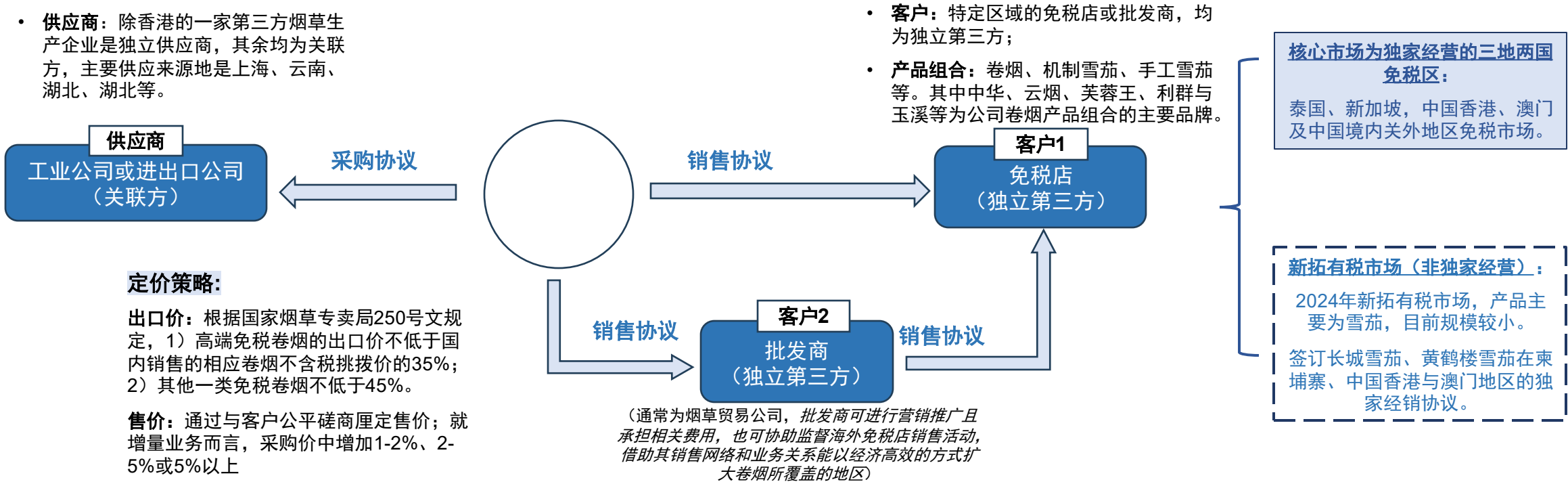
与进出口公司及工业公司签订采购协议，采购中国品牌卷烟，2023年拓展雪茄品类，目前出口的卷烟和雪茄品牌均超35个。
- ② 销售：

公司是向泰国、新加坡、中国港澳地区以及境内关外免税店出口中国品牌卷烟的独家运营实体，主要通过自营与批发两种渠道销售；2024年签订部分雪茄产品出口至中国港澳、柬埔寨有税市场的独家经销协议。目前覆盖超200个免税终端与有税市场零售店。
- ③ 定价策略：

公司与客户公平磋商厘定售价，增量业务而言，采购价中增加1-2%、2-5%或5%以上的适用比例厘定售价。
- 业务核心：

推动国内卷烟品牌出海，提升中国卷烟与雪茄品牌影响力与国际竞争力，优化产品结构与品规组合、扩大雪茄业务市场范围、稳步推进有税市场拓展，积极探索新市场以拓宽经营区域。

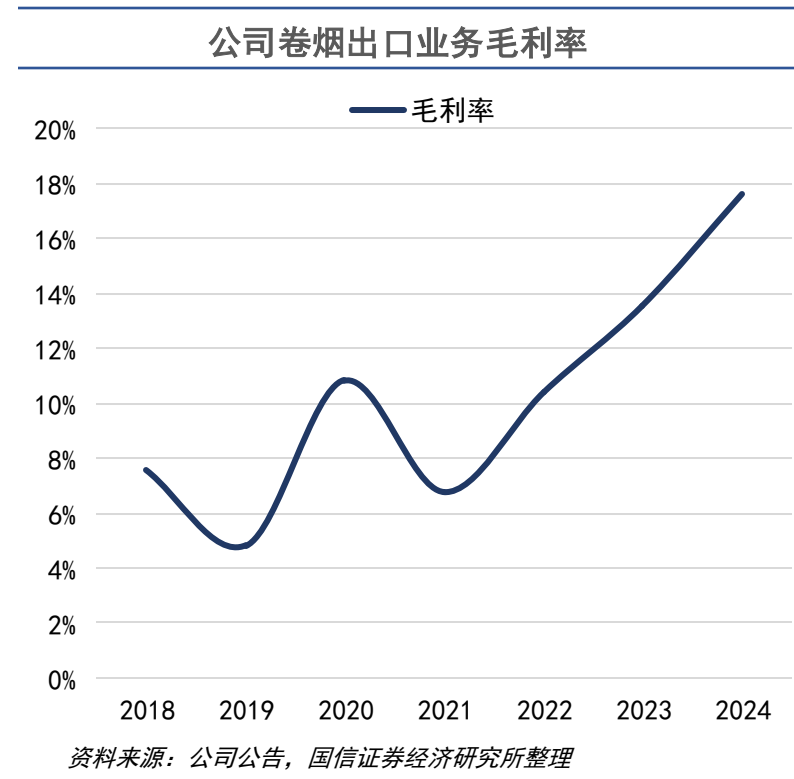
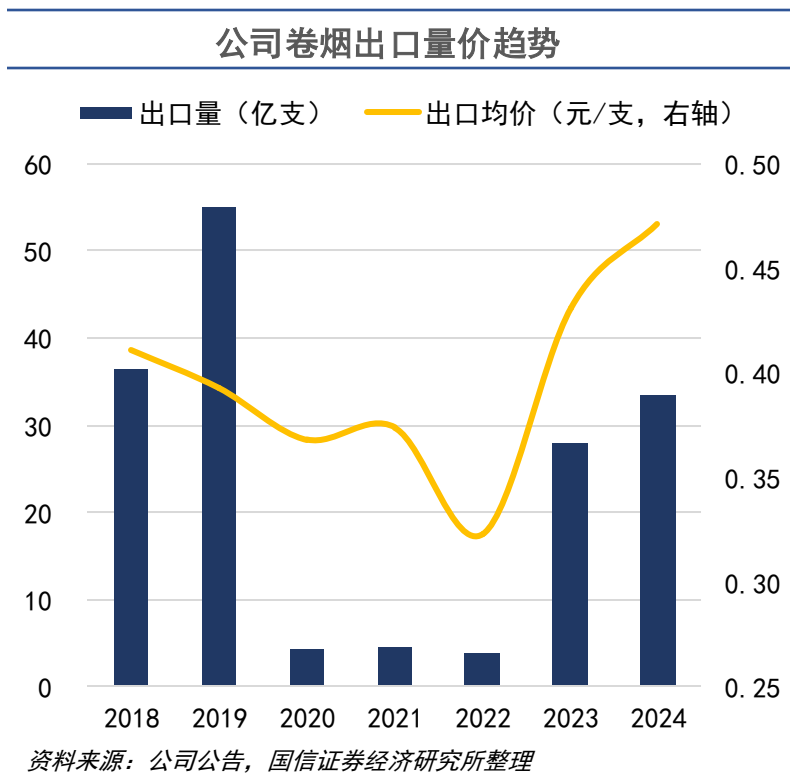
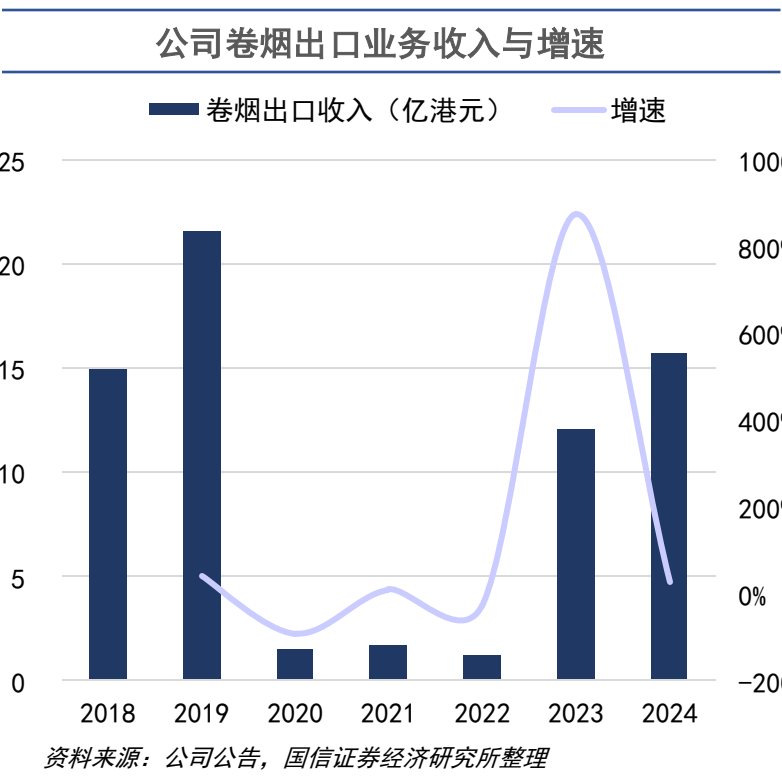
公司卷烟出口业务模式



公司卷烟出口业务：收入受出境客流影响，自营比例提高带动盈利提升



- 公司卷烟出口业务收入：2018-2024年收入从15.0亿港元提升至15.7亿港元，年复合增速0.8%。
 - ① 卷烟：公司卷烟出口主要在免税地，一定程度上依赖出境游客数量。受疫情影响2020-2022年卷烟出口业务基本停滞，随着出境客流恢复2024年出口量达33亿支；从品牌看产品与品规组合持续优化，从渠道看自营渠道占比提升。
 - ② 雪茄：2023年推动国产雪茄在中国境内关外免税渠道全覆盖；2024-2025年成功实现国产雪茄出海突破，将长城雪茄、黄鹤楼雪茄销售至我国港澳与柬埔寨有税市场。2023年长城雪茄在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%。
 - ③ 盈利：毛利率从2021年的6.8%稳步提升至2024年的17.6%，主要系1) 盈利强的自营渠道占比提升；2) 持续优化产品组合与品规结构。
- 业务看点：免税店受益于出境游客流恢复，深化雪茄品类有税市场拓展，提升自营业务占比以提升盈利能力。



全球新型烟草市场：具备减害属性的卷烟替代品，市场稳步增长



- 区别于传统燃吸式的烟草制品，新型烟草无需燃烧、基本无焦油等有害成分即可实现尼古丁的摄入。根据Euromonitor，2024年全球烟草市场仍以传统卷烟为主，占比超8成；新型烟草规模870亿美元，占比约9%。基于减害特征对传统烟草形成替代的逻辑，新型烟草是渗透率快速提升且成长空间广阔的市场。
- HNB是市场规模最大的新型烟草品类，2018-2024年复合增速21.5%。HNB、电子烟与尼古丁袋是新型烟草的三大核心品类，2024年销售额占比分别为45%/26%/13%，2018-2024年复合增速分别为6.9%/21.5%/173.3%。其中HNB虽然起步晚但发展势头强劲，且由于其烟弹核心成分为烟草烟丝，在2018年已被WHO纳入烟草制品管制，政策的风险与不确定性相对较小。

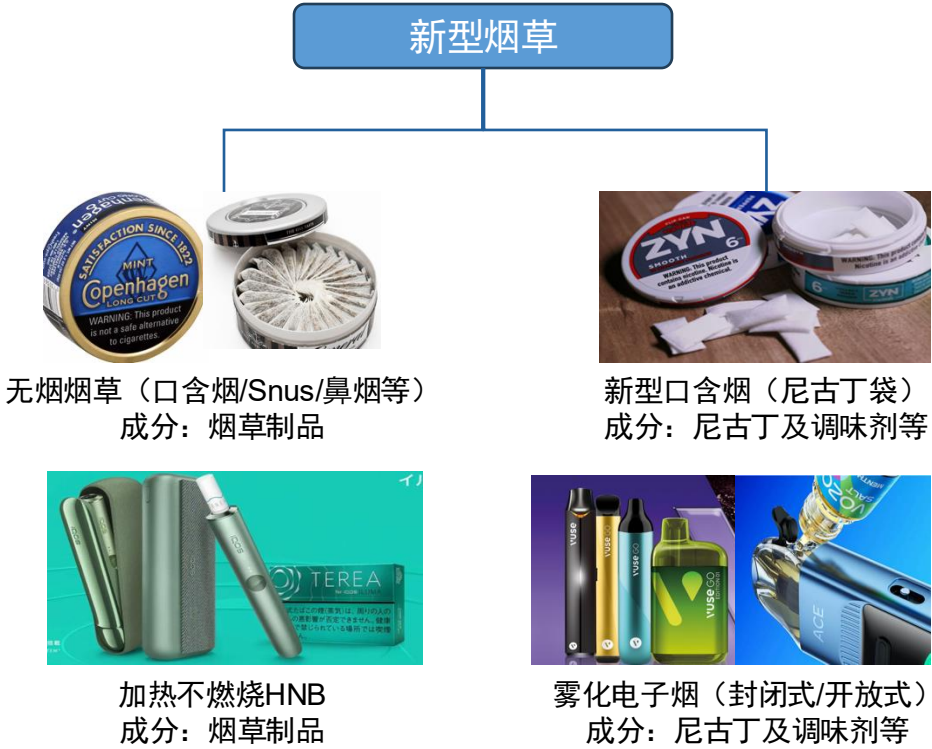
全球烟草市场规模与结构：HNB为规模最大的新型烟草品类

| 单位（亿美元） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2018-2024年CAGR |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|----------------|
| 全球烟草总销售额 | 7732 | 7568 | 7790 | 8175 | 8273 | 8556 | 9303 | 9152 | 9274 | 9514 | 2.6% |
| 卷烟 | 7045 | 6842 | 6955 | 7157 | 7104 | 7245 | 7771 | 7599 | 7634 | 7756 | 1.4% |
| 占比 | 91% | 90% | 89% | 88% | 86% | 85% | 84% | 83% | 82% | 82% | -1.2% |
| 雪茄、雪茄烟和吸食烟草 | 491 | 502 | 543 | 616 | 672 | 778 | 889 | 866 | 871 | 888 | 6.3% |
| 占比 | 6% | 7% | 7% | 8% | 8% | 9% | 10% | 9% | 9% | 9% | 3.6% |
| 新型烟草 | 196 | 224 | 292 | 402 | 497 | 533 | 642 | 687 | 769 | 870 | 13.7% |
| 占比 | 3% | 3% | 4% | 5% | 6% | 6% | 7% | 8% | 8% | 9% | 10.9% |
| 其中： | | | | | | | | | | | |
| 无烟烟草 | 113 | 118 | 123 | 127 | 128 | 130 | 133 | 135 | 138 | 138 | 1.4% |
| 电子烟 | 82 | 92 | 112 | 154 | 201 | 174 | 200 | 198 | 212 | 230 | 6.9% |
| 换弹式 | 18 | 25 | 36 | 66 | 116 | 93 | 104 | 90 | 81 | 85 | 4.4% |
| 一次性 | 5 | 4 | 5 | 6 | 5 | 9 | 17 | 35 | 54 | 64 | 50.6% |
| 开放式 | 58 | 63 | 71 | 83 | 80 | 72 | 79 | 73 | 77 | 81 | -0.4% |
| 加热不燃烧 | 2 | 14 | 57 | 121 | 162 | 212 | 278 | 307 | 345 | 389 | 21.5% |
| 无烟口服尼古丁 | | | | 1 | 6 | 16 | 32 | 47 | 74 | 112 | 137.3% |

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

新型烟草分主要品类



资料来源：iqos官网、vuse官网、zyn官网、香烟网、烟悦网，国信证券经济研究所整理

全球HNB市场：行业进入门槛与壁垒高，国际烟草巨头入局



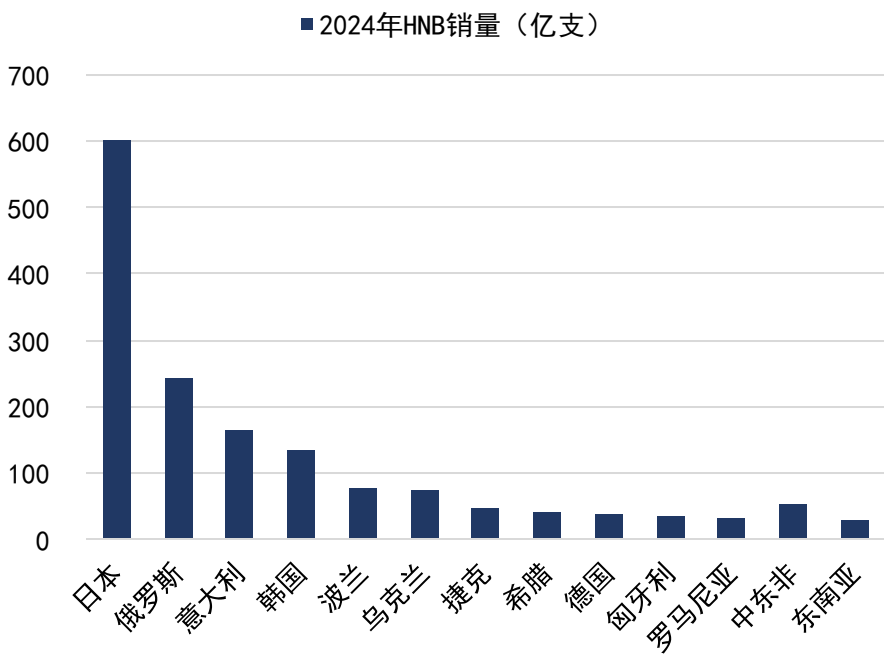
日韩与欧洲为HNB主要消费市场，东南亚与中东非市场尚在导入培育阶段

➢ 自2014年IQOS首次在日本与意大利推出HNB产品至今，全球HNB市场规模已接近390亿美金，受IQOS推广力度、经济水平与各国政策态度差异，日韩与欧洲（以东欧为主）是HNB的主流市场，2024年日本、俄罗斯、意大利与韩国的HNB烟弹销量分别为601/243/163/135亿支；中东非与东南亚地区的HNB烟弹销量约52/27亿支，市场规模较小。

主流市场PMI一家独大、BAT加速追赶，非核心市场格局尚未稳固

➢ 由于烟具和烟弹的制造都有一定门槛，尤其是烟弹属于烟草制品且专利壁垒高，所以能入局的玩家不多，以国际烟草巨头为主。2024年在HNB全球市场菲莫国际、英美烟草与日本烟草的市占率为72%/12%/6%，中烟体系内云南国际烟草与湖北烟草的市占率仅为0.1%-0.2%。此外，在HNB的非核心市场如匈牙利、中东非与东南亚部分国家，国际烟草公司并未完全垄断市场，仍有突围机遇。

2024年全球分国家与地区HNB销量



资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理
注：东南亚包括印尼、菲律宾、马来西亚与越南

2024年全球HNB竞争格局：主流市场PMI一家独大、BAT加速追赶，非核心市场格局尚未稳固

| HNB市占率 | 全球 | 日本 | 韩国 | 西欧 | 其中：意大利 | 东欧 | 其中：俄罗斯 | 其中：匈牙利 | 中东非 | 印尼 | 菲律宾 |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 菲莫国际PMI | 71.6% | 69.8% | 46.6% | 86.7% | 82.8% | 72.6% | 74.3% | 73.2% | 57.0% | 100.0% | 57.7% |
| 英美烟草BAT | 12.3% | 16.3% | 5.9% | 9.4% | 15.5% | 11.3% | | 11.6% | 2.8% | | |
| 日本烟草JTI | 5.9% | 13.9% | - | 1.2% | 1.4% | 2.0% | 2.0% | 1.6% | | | |
| 帝国烟草Imperial | 0.6% | | | 1.1% | 0.4% | 1.4% | | 8.2% | | | |
| 韩国KT&G | 3.5% | | 47.2% | | | | | | | | |
| ITMS | 3.2% | | | | | 9.7% | 23.3% | | | | |
| 云南国际烟草 | 0.1% | | | | | 0.3% | | 5.5% | | | |
| 湖北烟草 | 0.2% | | | | | 0.2% | | | | | 38.6% |
| 其他 | 2.6% | 0.0% | 0.3% | 1.6% | 0.0% | 2.5% | 0.4% | 0.0% | 40.2% | 0.0% | 3.7% |

资料来源：Euromonitor，国信证券经济研究所整理

公司新烟出口业务：聚焦重点市场、重点客户与重点品牌

□ 新烟出口业务模式：公司独家经营向全球海外市场出口新型烟草制品的业务

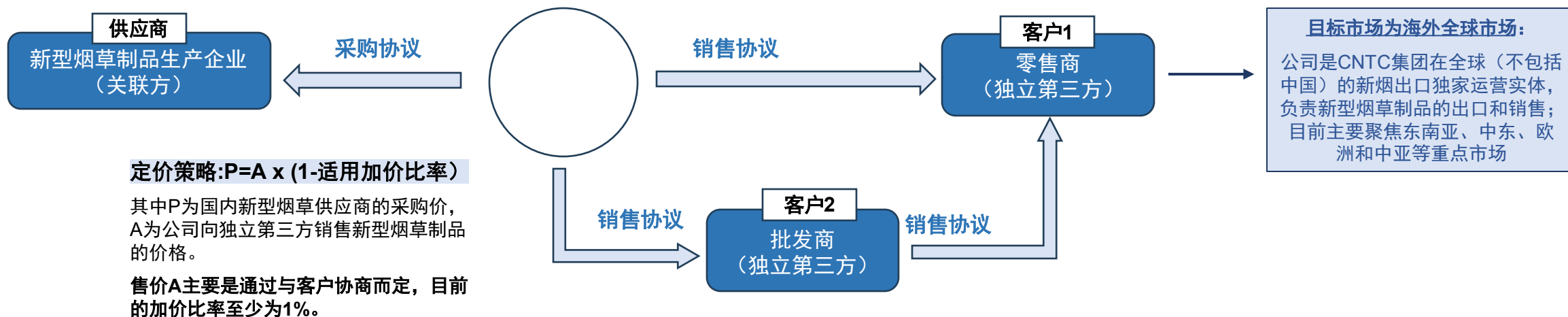
- ① 供应：从工业公司签订采购新型烟草制品，主要供应来源地为云南、湖北、四川、江苏等，主要产品为加热不燃烧烟草制品。
- ② 销售：销售给全球（不包括中国）零售商和批发商，主要目标市场为东南亚、中东、欧洲和东欧地区，加热棒包括湖北中烟C00、云南中烟MC、四川中烟的娇子（宽窄）、广东中烟MU+、江西中烟CTOM等20多个品牌。
- ③ 定价策略：采购价=销售价*（1-适用加价比率），目前新型烟草制品出口业务的加价比例至少为1%。

□ 业务核心：提高品牌国际知名度、持续推进产销两端深化合作，推动新型烟草技术创新和产品迭代升级。

公司新烟出口业务模式

- 供应商：云南中烟、四川中烟、湖北中烟等中烟总公司旗下21个实体。

- 客户主要为海外零售商、批发商及独立第三方；
- 产品组合：目前主要是加热不燃烧。



公司新烟出口业务：收入规模快速增长，性价比优势突出

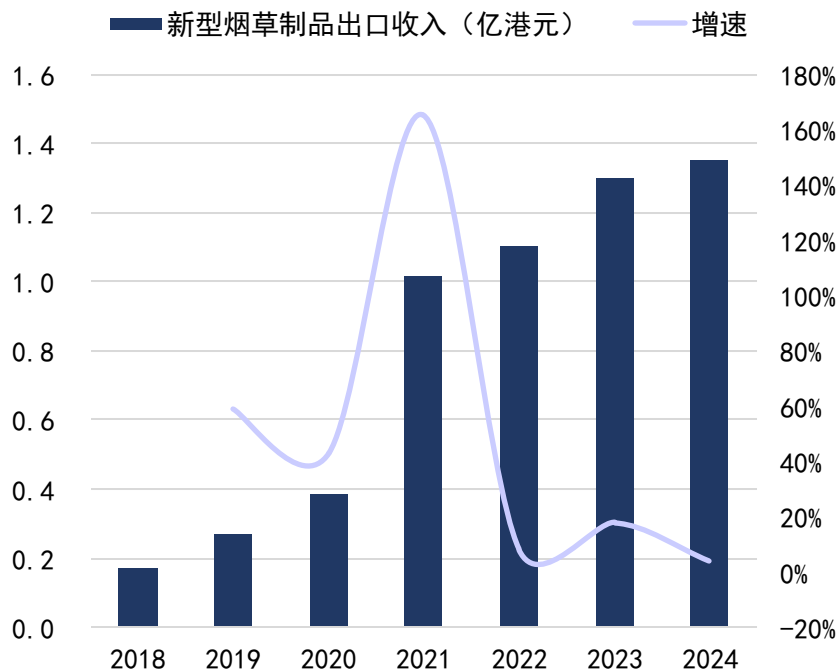
□ 公司烟叶进口业务收入：2018-2024年收入从0.17亿港元提升至1.35亿港元，年复合增速41.4%。

① **量价**：出口量从2018年的0.55亿支增长至2024年的7.6亿支，出口均价从0.31元/支下滑至0.18元/支。公司强化产供销协同，优化产品组合和结构，重点拓展东南亚、中东、欧洲和中亚地区等新兴市场，重点客户订单持续增加；出口均价呈下降趋势，主要系为获得更多市占率，以性价比为竞争力开拓市场，同时制造成本也有显著下降。

② **盈利**：毛利率自2022年以来持续提升至5.2%，主要系公司优化品规组合、持续完善定价策略，盈利水平稳步提升。

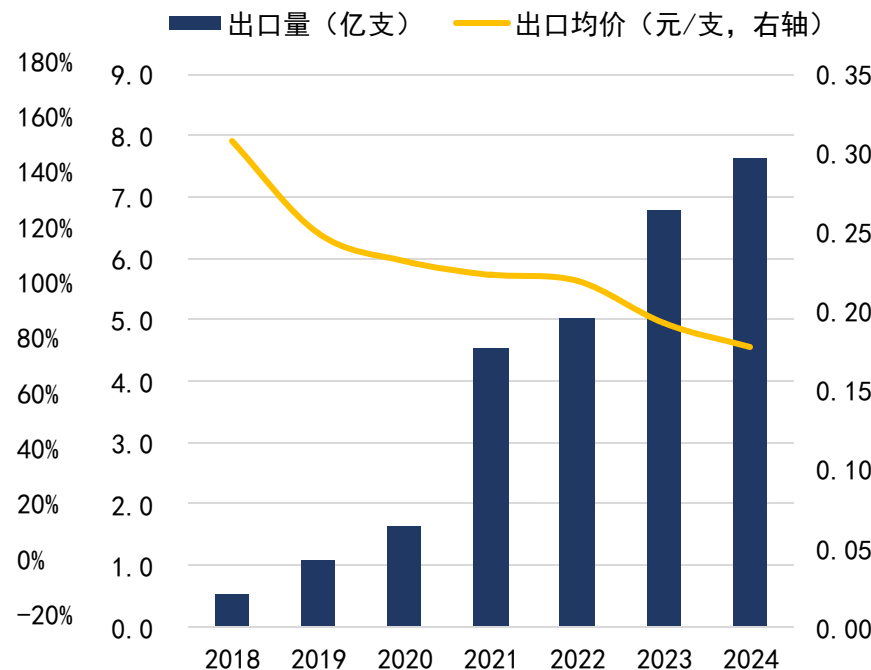
□ **业务看点**：HNB正处于渗透率快速提升的红利期，中烟HNB产品持续迭代支撑海外市场份额抢夺，定价策略优化提升盈利能力。

公司新烟出口业务收入与增速



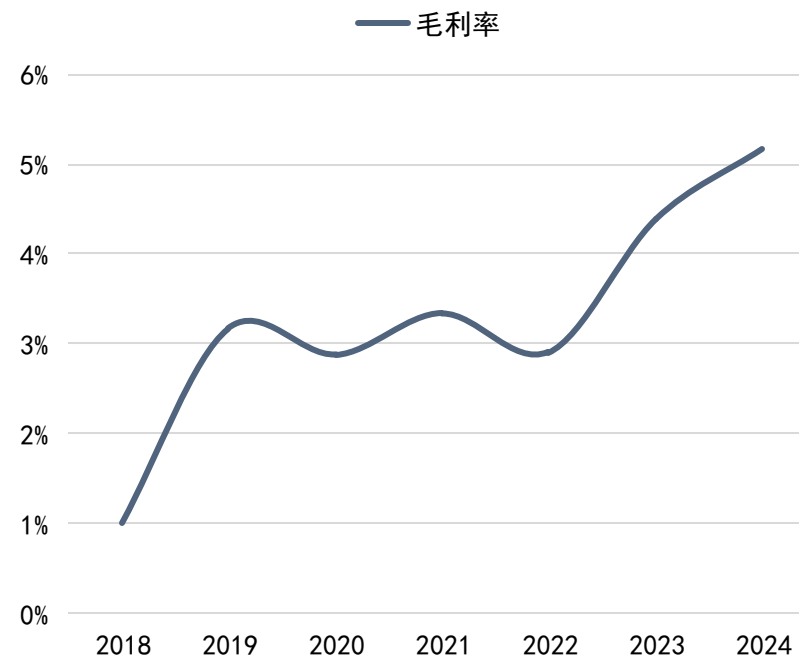
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司新烟出口量价趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司新烟出口业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

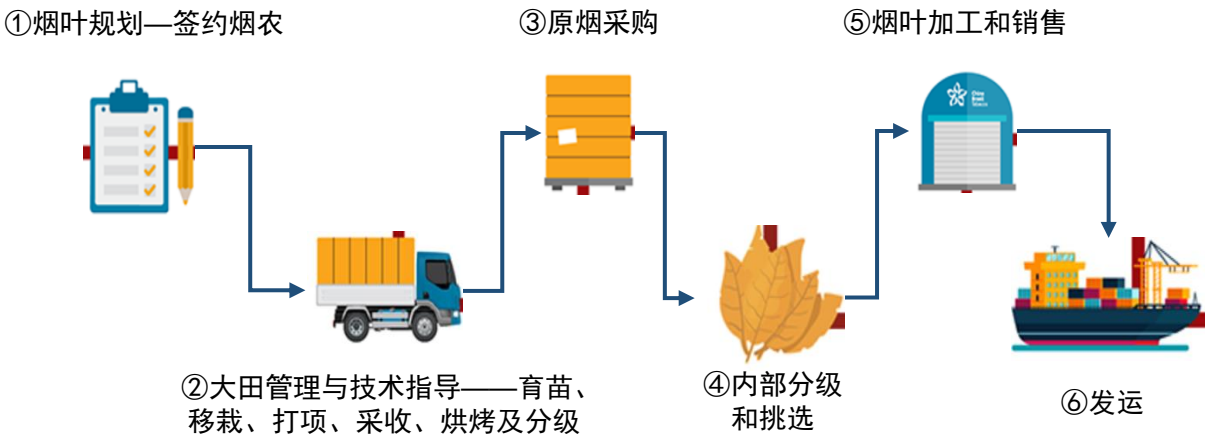
04 | 资本运作： 海外资产注入整合带来跨越式发展的可能性

资本运作：2021年收购中烟巴西，迈出烟草跨境并购的第一步

2021年收购中烟巴西，迈出上市以来的资本运作第一步

- 公司于2021年收购中烟巴西，并实际控制其附属的中巴公司CBT（CBT由中烟巴西与联一巴西分别拥有51%/49%）。2021年公司以现金4.95亿港元收购，2020年CBT的烟草年销量为4.06万吨，收入10.6亿港元、净利润1.39亿港元，市盈率倍数4.7。
- CBT成立于2011年，其大部分烟叶向CNTC与Alliance One供应，是巴西出口中国的最大烟草公司之一，在巴西核心产区开展烟叶生产、收购、加工、出口及销售烟草生产固有的农用物资，拥有超过2万户签约农户，每年原烟收购数量超6万吨，收购后公司业务切入上游烟叶种植领域，提升产业链地位，减少业务交易成本、增强议价能力及盈利能力。

中巴公司开展烟叶生产-收购-加工-销售及出口业务



资料来源：CBT官网，国信证券经济研究所整理

公司以4.7倍市盈率收购中烟巴西，低于行业平均水平

| 公司名称 | | 主营业务 | 截至市值 (百万港元) | 市盈率 倍数 | |
|--------------|-----------------------|---------------------------------------|--|----------------|---------|
| 可比公司 | Universal Corporation | 其为消费品制造商的全球B2B农产品供应商，专门采购及加工烟叶及植物成分 | 9123.4 | 13.5 | |
| | BAT Uganda | 其在乌干达种植及加工烟草，并向当地市场销售卷烟及其他烟草制品并用于出口 | 3233.8 | 73.8 | |
| 公告日期 | | 认购人 | 目标公司 | 交易价值 (百万美元) | 隐含市盈率倍数 |
| 可比交易 | 2020/3/5 | United Brands of Shisha Bidco Limited | AI-Eqbal Investment Company，总部位于约旦的投资公司，通过其附属公司经营，该等附属公司从事糖蜜、香烟制造及销售 | 1184.4 | 18.7 |
| | 2018/3/16 | Japan Tobacco Inc. | JSC Donskoy Tabak，总部位于俄罗斯的公司，从事烟草制品生产 | 1600 | 48.5 |
| | 2017/1/17 | British American Tobacco Plc | Reynolds American Inc，总部位于美国的烟草制品制造商 | 57224.9 | 18.0 |
| 中烟香港收购中烟巴西事项 | | | | | 4.7 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资本运作：2021年收购中烟巴西，迈出烟草跨境并购的第一步

□ 产业链纵向整合深化，巴西经营业务的收入与利润持续提升

➤ 2021-2024年巴西经营业务收入从3.15亿港元提升至10.5亿港元，年复合增速49.4%。

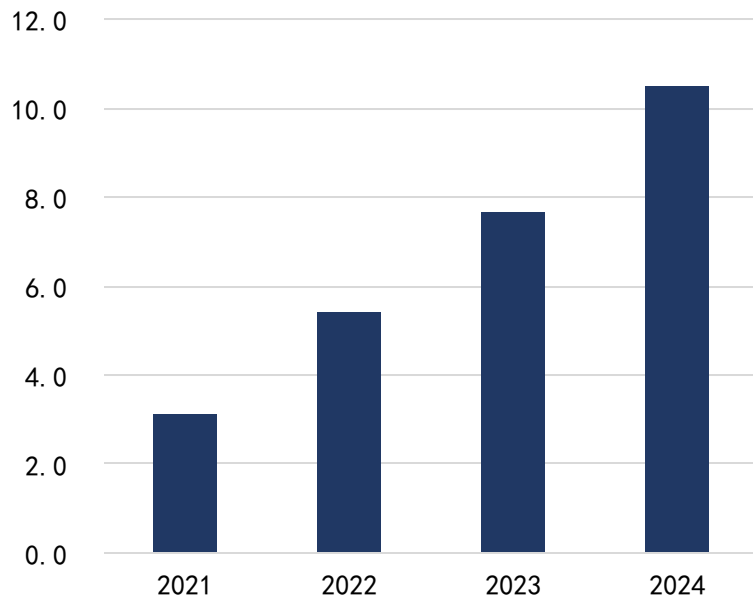
① **量价**：2021/3/31后CBT并表；2022年优化区域布局、加大非中国市场开拓力度，农户签约量同比+15%；2023年出口的量价齐升，业绩增长主要系受货物发运节奏影响令毛利水平较高的烟叶副产品销售同比较大增长、向中国以外地区销售的2022烟季成品烟价格涨幅大于成本涨幅；2024年出口量小幅下滑，主要系受厄尔尼诺自然气候影响而产量下降，均价提升主要系销售单价较高的成品片烟销量占比呈现较大幅度增长以及巴西烟叶类产品整体销售单价较去年上升。

② **盈利**：毛利率在15-25%区间波动，主要受成品片烟与农副产品的比例、当地原料收购价与人工成本等因素影响。

➤ **业务看点**：扩大原烟收购区域与规模，拓宽非中国市场的销售区域与渠道。

公司巴西经营业务收入与增速

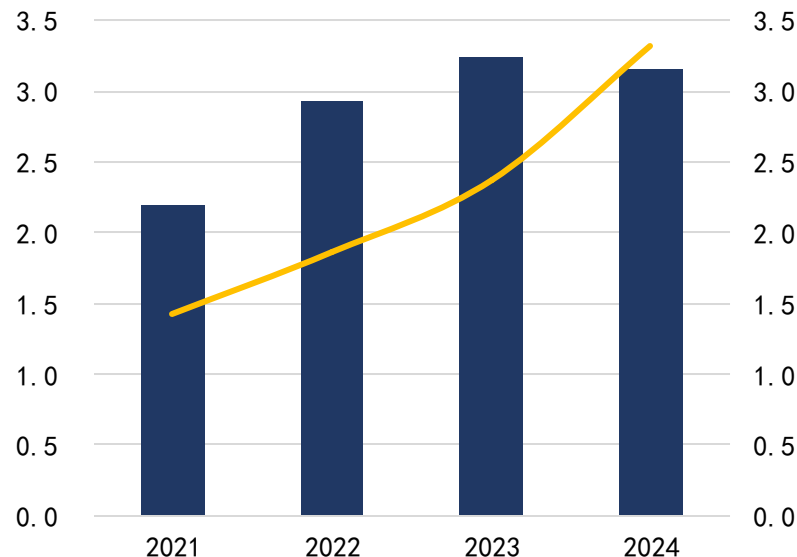
■ 巴西经营业务收入（亿港元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

巴西经营业务量价趋势

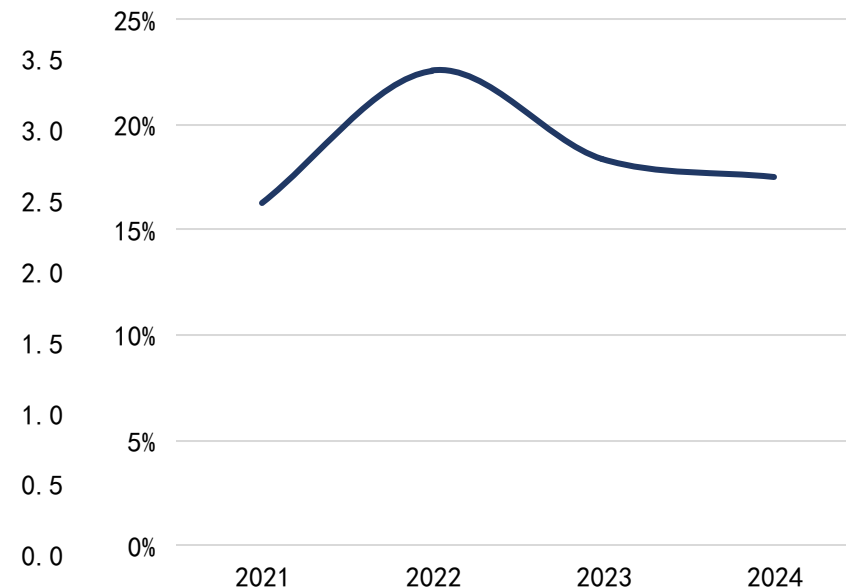
■ 全球除中国出口量（万吨）
■ 出口均价（万元/吨，右轴）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

巴西经营业务毛利率

— 巴西经营业务毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资本运作：内生外延并重，海外资产整合带来跨越式发展的可能性



□ 内生与外延协同并进，聚焦国际市场拓展与品牌输出

- ① 内生：在现有划定独家经营区域与业务的基础上实现内生增长。烟叶类进口→扩大供应来源；烟叶类出口→拓展非独家经营区域；卷烟出口→出境人流恢复、拓雪茄有税市场与提升自营比例；新烟出口→HNB渗透率持续提升，坚持重点市场重点品牌战略，有望提升全球市场份额；巴西经营业务→扩大原烟收购区域与规模，开拓非中国销售市场。
- ② 外延：作为负责资本运作与国际业务拓展的指定平台，公司将通过资产整合实现海外扩张。根据公司公告，未来将主动寻找、筛选及跟踪优质标的并适时开展投资并购，包括1）中烟体系内的各类海外资产（销售渠道、卷烟或新型烟草品牌、烟草制品供应及人力资源等），以及2）中烟体系外一切与公司发展战略契合的优质海外标的，努力实现跨越式发展。

| 业务分部 | 运营实体 | 经营地理位置 | 规模 |
|------------|----------------------------|--|---|
| 烟叶类产品出口业务 | 中烟香港 | 向东南亚、台湾地区、香港及澳门独家出口烟叶类产品 | 2024年收入20.6亿港元，出口量8.35万吨 |
| | CNTC集团 (22个中国烟草总公司旗下实体) | 向中烟香港独家经营区域外的地区出口烟叶类产品 | 预计11万吨烟叶类产品出口（以2024年我国烟叶出口量19.6万吨计） |
| 烟叶类产品进口业务 | 中烟香港 | 从津巴布韦以外的国家进口烟叶类产品 | 2024年收入82.5亿港元，进口量11.2万吨 |
| | CNTC集团 (天泽有限责任公司) | 从津巴布韦进口烟叶类产品 | 预计8-9万吨烟叶类产品出口（以2024年我国烟叶进口量19.7万吨计） |
| 卷烟出口业务 | 中烟香港 | 向泰国、新加坡、香港、澳门及中国境内关外地区的免税店出口卷烟 | 2024年收入15.7亿港元，出口量33.4亿支 |
| | CNTC集团 (17个中烟总公司旗下实体) | 向中烟香港独家经营地区以外的其他地区的免税店出口卷烟，此外CNTC集团亦： 1）出口卷烟以在船上及飞机上销售（无论有关船舶或航班是否驾驶或达到中烟香港经营经营地区区域的港口或机场）以及2）出口军用及外交用卷烟（不缴纳关税） | 2018年其收入规模47.26亿港元，为当时中烟香港卷烟出口业务的3.2倍； 中烟在全球除中国市场的卷烟市场的市占率较低，仍有较大份额提升空间。 |
| 新型烟草制品出口业务 | 中烟香港 | 向中国以外地区销售新型烟草制品 | 2024年收入1.35亿港元，出口量7.6亿支。 全球HNB渗透率正快速提升，中烟系HNB市占率不足1%，有望进一步抢占市场份额 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

| 中烟国际集团控股 | 公司 | 控股比例 | 成立地区 | 注册时间 | 业务 |
|----------|----------------|------|------|------|---|
| 中烟国际 | 中烟国际巴西有限公司 | 全资 | 巴西 | 2011 | 烟叶类种植、采购、加工与销售 |
| | 天泽烟草有限责任公司 | 全资 | 津巴布韦 | 2005 | 烟叶类种植、采购、加工与销售 |
| | 中烟国际（北美）股份有限公司 | 全资 | 美国 | 2012 | 烟叶类种植、采购、加工与销售 |
| | 中烟国际阿根廷有限公司 | 40% | 阿根廷 | 2009 | 烟叶类种植、采购、加工与销售 |
| | 中烟菲莫国际有限公司 | 50% | 瑞士洛桑 | 2005 | 卷烟销售，利用菲莫渠道在国际有税市场销售 |
| | 中烟英美烟草国际有限公司 | 50% | 香港 | 2013 | 卷烟销售，主要品牌为双喜和SE555 |
| | 中烟国际中东公司 | 70% | 阿联酋 | 2018 | 卷烟销售 |
| 地方中烟公司控股 | 公司 | 控股比例 | 成立地区 | 注册时间 | 业务 |
| 广东中烟 | 柬埔寨威尼顿集团有限公司 | 80% | 柬埔寨 | 1993 | 卷烟生产及销售，主要卷烟品牌吴哥、利是、椰树、金宝等，2022年在柬埔寨卷烟市占率超40% |
| | 金叶卷烟厂有限公司 | 55% | 澳门 | 1992 | 卷烟生产及销售，主要卷烟品牌为双喜、MU、福临大日子 |
| 安徽中烟 | 中烟国际欧洲有限公司 | 62% | 罗马尼亚 | 1997 | 卷烟生产与销售，主要卷烟品牌为都宝、金丝猴 |
| 云南中烟 | 地平线国际合资有限公司 | 30% | 香港 | 2017 | 卷烟销售，负责合资品牌翡翠和地平线品牌销售 |
| | 天成（太平洋）有限公司 | 100% | 香港 | 1993 | 卷烟贸易 |
| | 老挝寮中红塔好运烟草有限公司 | 91% | 老挝 | 1992 | 烟叶种植加工、卷烟生产及销售等，主要卷烟品牌为红塔山、阿诗玛、恭贺新禧、GEM |
| | 香港红塔国际烟草有限公司 | 55% | 香港 | 1992 | 烟草制品制造与一般贸易 |
| 陕西中烟 | 蒙古烟草有限责任公司 | 41% | 蒙古 | - | 卷烟生产及销售，主要卷烟品牌为红鹰、延安 |
| 浙江中烟 | 环球烟草有限责任公司 | 控股 | 阿联酋 | 2013 | 卷烟销售，主要卷烟品牌为摩登 |
| | 科伦印象有限责任公司 | 控股 | 印尼 | 2015 | 卷烟销售，主要卷烟品牌为摩登 |
| 重庆中烟 | 缅甸邦康烟厂 | 控股 | 缅甸 | 1992 | 卷烟生产及销售 |

资料来源：国家烟草专卖局，各地方中烟公司官网，国信证券经济研究所整理

05

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

□ 收入端：

①烟叶类进出口业务：

- 烟叶类进口：量方面，2025年烟叶类进口受美国关税扰动而预计下滑，2026-2027年预计受益于国内卷烟消费升级趋势稳健增长；价方面，预计烟价在未来1-2年周期见顶后小幅回落，预计2025-2027年收入同比-6%/+3%/+1%至77/80/80亿港元；
- 烟叶类出口：烟叶类出口量随着非独家区域拓展预计稳步提升，均价方面公司持续优化定价策略，预计2025-2027年收入同比+8%/+5%/+4%至22/23/24亿港元；

②卷烟与新烟出口业务：

- 卷烟出口：随着出境客流持续修复、产品组合和品规优化以及雪茄有税市场拓展，预计2025-2027年收入同比+22%/+14%/+14%至19/22/25亿港元。
- 新烟出口：2025年中东局势预计短期影响发货节奏，考虑到公司重点市场、重点客户与重点品牌持续拓展，全球HNB正处于渗透率快速提升的红利期，预计2025-2027年收入同比-41%/+40%/+30%至0.8/1.1/1.4亿港元。

③巴西经营业务：

- 厄尔尼诺负面影响已消退，公司原烟收购区域与规模扩大、非中国销售区域拓展，综合考虑烟价、成品片烟与农副产品结构占比变化，预计2025-2027年收入同比+16%/+7%/+7%至12/13/14亿港元。

综上，预计公司2025-2027年收入同比+0.8%/+5.5%/+4.4%至132/139/145亿港元。

| 单位：亿港元 | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--|--------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营收（亿港元） | | 34.82 | 80.64 | 83.24 | 118.36 | 130.74 | 131.8 | 139.0 | 145.1 |
| 增速 | | -61.2% | 131.4% | 3.23% | 42.2% | 10.5% | 0.8% | 5.5% | 4.4% |
| 毛利率 | | 4.0% | 5.5% | 10.1% | 9.2% | 10.5% | 11.1% | 11.6% | 12.0% |
| 烟叶类进口收入 | | 13.51 | 51.78 | 54.25 | 80.79 | 82.54 | 77.4 | 79.6 | 80.4 |
| 增速 | | -70.8% | 283.0% | 5.0% | 49.0% | 2.2% | -6.2% | 2.8% | 0.9% |
| 毛利率 | | 5.5% | 6.1% | 12.0% | 9.1% | 10.0% | 10.3% | 10.8% | 11.0% |
| 进口量（万吨） | | 2.25 | 9.72 | 9.20 | 11.72 | 11.20 | 10.20 | 10.81 | 11.13 |
| 进口量yoy | | 74.3% | 333.0% | -5.0% | 27.0% | -4.5% | -8.9% | 6.0% | 3.0% |
| 进口均价（万元/吨） | | 6.01 | 5.32 | 5.90 | 6.89 | 7.37 | 7.59 | 7.36 | 7.22 |
| 进口价yoy | | 13.3% | -11.4% | 10.8% | 16.8% | 6.9% | 3% | -3% | -2% |
| 烟叶类出口收入 | | 19.34 | 22.97 | 21.22 | 16.52 | 20.62 | 22.3 | 23.4 | 24.4 |
| 增速 | | -10.4% | 19.0% | -8.0% | -22.0% | 24.8% | 8.2% | 5.1% | 4.0% |
| 毛利率 | | 2.4% | 2.7% | 2.6% | 2.7% | 4.1% | 4.3% | 4.4% | 4.6% |
| 出口量（万吨） | | 8.20 | 10.17 | 9.55 | 7.05 | 8.35 | 8.76 | 9.03 | 9.21 |
| 出口量yoy | | -4.0% | 24.0% | -6.0% | -26.0% | 18.4% | 5.0% | 3.0% | 2.0% |
| 出口均价（万元/吨） | | 2.36 | 2.26 | 2.22 | 2.34 | 2.47 | 2.54 | 2.59 | 2.65 |
| 出口价yoy | | -6.6% | -4.2% | -1.7% | 5.5% | 5.4% | 3% | 2% | 2% |
| 卷烟出口收入 | | 1.58 | 1.73 | 1.24 | 12.09 | 15.74 | 19.2 | 21.9 | 25.1 |
| 增速 | | -92.7% | 10.0% | -28.0% | 876.0% | 30.2% | 21.9% | 14.4% | 14.4% |
| 毛利率 | | 10.8% | 6.8% | 10.4% | 13.6% | 17.6% | 18.0% | 18.5% | 19.0% |
| 出口量（亿支） | | 4.30 | 4.63 | 3.83 | 28.04 | 33.40 | 38.41 | 42.25 | 46.47 |
| 出口量yoy | | -92.2% | 7.0% | -17.0% | 631.0% | 19.1% | 15.0% | 10.0% | 10.0% |
| 出口均价（元/支） | | 0.37 | 0.37 | 0.32 | 0.43 | 0.47 | 0.50 | 0.52 | 0.54 |
| 出口价yoy | | -6.3% | 1.6% | -13.5% | 33.4% | 9.3% | 6% | 4% | 4% |
| 新型烟草制品出口收入 | | 0.38 | 1.02 | 1.10 | 1.30 | 1.35 | 0.8 | 1.1 | 1.4 |
| 增速 | | 42.8% | 165.0% | 8.0% | 18.0% | 4.0% | -41.2% | 40.0% | 30.0% |
| 毛利率 | | 2.9% | 3.3% | 2.9% | 4.4% | 5.2% | 5.4% | 5.6% | 6.0% |
| 出口量（亿支） | | 1.65 | 4.55 | 5.02 | 6.77 | 7.62 | 4.57 | 6.40 | 8.32 |
| 出口量yoy | | 53.4% | 176.0% | 10.0% | 35.0% | 12.5% | -40.0% | 40.0% | 30.0% |
| 出口均价（元/支） | | 0.23 | 0.22 | 0.22 | 0.19 | 0.18 | 0.17 | 0.17 | 0.17 |
| 出口价yoy | | -6.9% | -3.8% | -1.9% | -12.4% | -7.5% | -2% | 0% | 0% |
| 巴西经营业务收入 | | | 3.15 | 5.43 | 7.66 | 10.50 | 12.1 | 12.9 | 13.8 |
| 增速 | | | 8182.0% | 73.0% | 41.0% | 37.0% | 15.5% | 6.7% | 6.7% |
| 毛利率 | | | 16.3% | 22.6% | 18.4% | 17.5% | 18.0% | 18.5% | 18.5% |
| 全球除中国出口量（万吨） | | | 2.20 | 2.92 | 3.24 | 3.16 | 3.48 | 3.83 | 4.21 |
| 出口量yoy | | | | 33.0% | 11.0% | -2.4% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 出口均价（万元/吨） | | | 1.43 | 1.86 | 2.37 | 3.32 | 3.48 | 3.38 | 3.28 |
| 出口价yoy | | | | 29.8% | 27.4% | 40.3% | 5% | -3% | -3% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

费用及其他假设：

- 毛利率方面，随着巴西烟叶进口占比提升，烟叶类产品出口定价机制优化，卷烟出口自营比例提升以及中烟巴西的产业链纵向整合深化，预计2025-2027年毛利率为11.1%/11.6%/12.0%。
- 费用率方面，由于公司以进出口贸易为主且业务高度依赖供货协议，因此行政及其他经营开支的比例基本以维稳为主，预计2025-2027年分别为1.46%/1.54%/1.52%；财务费用主要受利息收入、利息费用与汇兑影响，预计2025-2027年财务费用率分别为0.96%/0.94%/0.80%。
- 按上述假设条件，我们得到公司2025-2027年营收为132/139/145亿港元，归属母公司净利润9.0/9.8/10.6亿港元，利润年增速分别为+5.1%/+9.1%/+8.3%，每股收益分别为1.30/1.41/1.53港元。

未来3年盈利预测表

| 百万港元 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 13074 | 13182 | 13903 | 14508 |
| 营业成本 | 11697 | 11721 | 12288 | 12771 |
| 行政及其他经营开支 | 158 | 193 | 216 | 224 |
| 财务费用 | -77 | 135 | 154 | 158 |
| 归属于母公司净利润 | 854 | 897 | 979 | 1060 |
| EPS | 1.23 | 1.30 | 1.41 | 1.53 |
| ROE | 28.4% | 25.1% | 23.4% | 21.8% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析：情景分析（乐观、中性、悲观）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 乐观预测 | | | | | |
| 营业收入(百万港元) | 11,836 | 13,074 | 13,188 | 13,944 | 14,582 |
| (+/-%) | 42.2% | 10.5% | 0.9% | 5.7% | 4.6% |
| 净利润(百万港元) | 599 | 854 | 1375 | 1494 | 1608 |
| (+/-%) | 59.7% | 42.6% | 61.0% | 8.7% | 7.6% |
| 摊薄EPS(港元) | 0.87 | 1.23 | 1.99 | 2.16 | 2.32 |
| 中性预测 | | | | | |
| 营业收入(百万港元) | 11,836 | 13,074 | 13,182 | 13,903 | 14,508 |
| (+/-%) | 42.2% | 10.5% | 0.8% | 5.5% | 4.4% |
| 净利润(百万港元) | 599 | 854 | 897 | 979 | 1060 |
| (+/-%) | 59.7% | 42.6% | 5.1% | 9.1% | 8.3% |
| 摊薄EPS(港元) | 0.87 | 1.23 | 1.30 | 1.41 | 1.53 |
| 悲观的预测 | | | | | |
| 营业收入(百万港元) | 11,836 | 13,074 | 13,177 | 13,861 | 14,434 |
| (+/-%) | 42.2% | 10.5% | 0.8% | 5.2% | 4.1% |
| 净利润(百万港元) | 599 | 854 | 431 | 479 | 531 |
| (+/-%) | 59.7% | 42.6% | -49.5% | 11.1% | 10.8% |
| 摊薄EPS(港元) | 0.87 | 1.23 | 0.62 | 0.69 | 0.77 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

绝对估值：合理价值区间为26.71-36.24港元



- 考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。
- 未来10年估值假设条件见下表：根据主要假设条件，采用FCFF估值方法，得出公司绝对估值价值区间为26.71-36.24港元。

公司盈利预测假设条件（%）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入增长率 | 42.2% | 10.5% | 0.8% | 5.5% | 4.4% | 3.9% | 3.5% | 3.2% | 2.9% | 2.6% | 2.3% | 2.1% |
| 营业成本/营业收入 | 90.8% | 89.5% | 88.9% | 88.4% | 88.0% | 87.5% | 87.0% | 87.0% | 86.5% | 86.5% | 86.0% | 86.0% |
| 管理费用/营业收入 | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | 1.3% |
| 销售费用/销售收入 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 所得税税率 | 19.4% | 19.1% | 19.1% | 19.4% | 19.7% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 股利分配比率 | 37.0% | 37.3% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% | 37.0% |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

中烟香港FCFF估值表

| | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E | 2031E | 2032E | 2033E | 2034E | TV |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| EBIT | 1,267.9 | 1,398.6 | 1,513.4 | 1,653.6 | 1,791.2 | 1,849.2 | 1,985.8 | 2,037.8 | 2,172.7 | 2,218.7 | |
| 所得税税率 | 19.10% | 19.40% | 19.70% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | 20.00% | |
| EBIT*(1-所得税税率) | 1,025.8 | 1,127.3 | 1,215.3 | 1,322.9 | 1,432.9 | 1,479.3 | 1,588.7 | 1,630.2 | 1,738.2 | 1,775.0 | |
| 折旧与摊销 | 39.8 | 40.3 | 41.0 | 41.8 | 42.6 | 43.6 | 44.6 | 45.6 | 46.7 | 47.7 | |
| 营运资金的净变动 | -58.4 | 10.7 | -164.6 | -88.9 | -49.1 | -96.4 | -57.6 | -58.7 | -48.1 | -48.1 | |
| 资本性投资 | -13.8 | -16.3 | -16.4 | -15.5 | -16.1 | -16 | -15.8 | -16 | -15.9 | -15.9 | |
| FCFF | 993.4 | 1,162.0 | 1,075.2 | 1,260.2 | 1,410.4 | 1,410.5 | 1,559.9 | 1,601.3 | 1,720.9 | 1,758.7 | 29,064.8 |
| PV(FCFF) | 922.9 | 1,002.8 | 862.1 | 938.7 | 976.0 | 906.8 | 931.6 | 888.4 | 887.0 | 842.2 | 13,917.3 |
| 核心企业价值 | 23,075.6 | | | | | | | | | | |
| 减：净债务 | 1,830.8 | | | | | | | | | | |
| 股票价值 | 21,244.8 | | | | | | | | | | |
| 每股价值 | 30.71 | | | | | | | | | | |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

现金流折现模型的关键假设如下：

资本成本假设

| | | | |
|--------------|-------|-------------|--------|
| 无杠杆Beta | 0.96 | T | 19.10% |
| 无风险利率 | 2.00% | Ka | 7.75% |
| 股票风险溢价 | 6.00% | 有杠杆Beta | 1.10 |
| 公司股价（元） | 32.3 | Ke | 8.62% |
| 发行在外股数（百万） | 692 | E/(D+E) | 84.27% |
| 股票市值(E, 百万元) | 22341 | D/(D+E) | 15.73% |
| 债务总额(D, 百万元) | 4171 | WACC | 7.64% |
| Kd | 3.00% | 永续增长率（10年后） | 1.5% |

资料来源：国信证券经济研究所假设

绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

| | | WACC变化 | | | | |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | | 6.60% | 7.10% | 7.64% | 8.10% | 8.60% |
| 永续增长率变化 | 2.50% | 44.36 | 39.1 | 34.86 | 31.38 | 28.48 |
| | 2.00% | 40.66 | 36.24 | 32.61 | 29.57 | 27 |
| | 1.50% | 37.67 | 33.88 | 30.71 | 28.03 | 25.73 |
| | 1.00% | 35.21 | 31.91 | 29.11 | 26.71 | 24.62 |
| | 0.50% | 33.16 | 30.23 | 27.73 | 25.55 | 23.65 |

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：合理价值区间为29.83-32.42元



相对估值：合理价值区间29.83-32.42元

- 公司中烟体系内唯一上市公司，承载着中烟海外资产整合与全球市场拓展使命，目标是成为国际一流烟草企业，垄断壁垒深厚。公司现有业务兼具稳健性与成长性，资产整合有望带来跨越式发展。从业务模式与品类维度看很难找到完全可比的A/H上市公司，综合考虑，选取海外烟草龙头公司菲莫国际、英美烟草与日本烟草作为可比公司，2025-2027年可比公司平均估值为18x、17x、16x。
- 公司的估值溢价来自：1) 公司是A/H股稀缺的垄断性标的，背靠中烟且市场定位独特，在供应链两端有较强议价能力，业务呈现轻资产与高ROE特点；2) 2021年收购中烟巴西后公司已从纯贸易公司向产业链上游延伸，供应链纵向整合深化；3) 资本运作的想象空间极大且当前资产整合仍处于起步阶段，相较已步入成熟发展阶段的海外烟草龙头更具成长空间。综上，给予公司2025年23x-25x估值，对应股价29.83-32.42港元。

| 业务 | | 股价 (美元/港元) | 市值 (亿美元/亿港元) | 2025E | EPS 2026E | 2027E | 2025E | PE 2026E | 2027E |
|------------|------|---------------|-----------------|-------|--------------|-------|-------|-------------|-------|
| 海外烟草 龙头 | 菲莫国际 | 177 | 2763 | 7.21 | 7.98 | 8.77 | 24.62 | 22.24 | 20.24 |
| | 日本烟草 | 29 | 589 | 1.74 | 1.86 | 1.92 | 16.98 | 15.85 | 15.4 |
| | 英美烟草 | 47 | 1030 | 3.88 | 4.04 | 4.24 | 12.03 | 11.57 | 11.02 |
| | 平均 | | | | | | 17.9 | 16.6 | 15.6 |
| | 中烟香港 | 32 | 223 | 1.30 | 1.41 | 1.53 | 23.2 | 21.3 | 19.6 |

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理
注：海外烟草龙头盈利预测均为wind一致预期，货币单位为美元；中烟香港盈利预测为国信证券预期，货币单位为港元

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级



投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级

- 预计公司2025-2027年收入分别为132/139/145亿港元，收入年增速为+0.8%/+5.5%/+4.4%；归属母公司净利润9.0/9.8/10.6亿港元，利润年增速分别为+5.1%/+9.1%/+8.3%，每股收益分别为1.30/1.41/1.53港元，对应PE为23.2/21.3/19.6x。
- 综合上述绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值区间29.83-36.24港元，对应市值206-251亿港元，上限相较于公司7月10日收盘价存在约12.2%的空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

| 盈利预测与财务指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,836 | 13,074 | 13,182 | 13,903 | 14,508 |
| (+/-%) | 42.2% | 10.5% | 0.8% | 5.5% | 4.4% |
| 归母净利润(百万元) | 599 | 854 | 897 | 979 | 1060 |
| (+/-%) | 59.7% | 42.6% | 5.1% | 9.1% | 8.3% |
| 每股收益(元) | 0.87 | 1.23 | 1.30 | 1.41 | 1.53 |
| EBIT Margin | 7.9% | 9.3% | 9.6% | 10.1% | 10.4% |
| 净资产收益率 (ROE) | 24.0% | 28.4% | 25.1% | 23.4% | 21.8% |
| 市盈率 (PE) | 34.8 | 24.4 | 23.2 | 21.3 | 19.6 |
| EV/EBITDA | 28.2 | 23.8 | 22.5 | 20.4 | 19.4 |
| 市净率 (PB) | 8.35 | 6.93 | 5.83 | 4.97 | 4.29 |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：货币单位为港元

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表: 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万港元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 利润表 (百万港元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 现金及现金等价物 | 2332 | 2858 | 2325 | 2557 | 2813 | 营业收入 | 11836 | 13074 | 13182 | 13903 | 14508 |
| 应收款项 | 908 | 1089 | 1551 | 1287 | 1419 | 营业成本 | 10748 | 11697 | 11721 | 12288 | 12771 |
| 存货净额 | 2974 | 5426 | 4202 | 4501 | 5059 | 营业税金及附加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 销售费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 6214 | 9372 | 10418 | 11153 | 12661 | 管理费用 | 153 | 158 | 193 | 216 | 224 |
| 固定资产 | 34 | 41 | 50 | 61 | 72 | 财务费用 | -68 | -77 | 135 | 154 | 158 |
| 无形资产及其他 | 353 | 350 | 315 | 280 | 245 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 139 | 53 | 53 | 53 | 53 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | -144 | -180 | 40 | 40 | 41 |
| 资产总计 | 6740 | 9817 | 10836 | 11547 | 13031 | 营业利润 | 859 | 1116 | 1172 | 1284 | 1397 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2480 | 2948 | 4171 | 4164 | 4392 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1300 | 3443 | 2591 | 2606 | 3096 | 利润总额 | 859 | 1116 | 1172 | 1284 | 1397 |
| 其他流动负债 | 218 | 143 | 144 | 151 | 157 | 所得税费用 | 167 | 213 | 224 | 249 | 275 |
| 流动负债合计 | 3998 | 6534 | 6906 | 6920 | 7645 | 少数股东损益 | 94 | 49 | 52 | 56 | 61 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 599 | 854 | 897 | 979 | 1060 |
| 其他长期负债 | 47 | 95 | 127 | 150 | 180 | 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
| 长期负债合计 | 47 | 95 | 127 | 150 | 180 | 净利润 | 599 | 854 | 897 | 979 | 1060 |
| 负债合计 | 4045 | 6629 | 7032 | 7070 | 7825 | 资产减值准备 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 少数股东权益 | 202 | 182 | 234 | 290 | 352 | 折旧摊销 | 0 | 0 | 40 | 40 | 41 |
| 股东权益 | 2494 | 3005 | 3570 | 4187 | 4855 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和股东权益总计 | 6740 | 9817 | 10836 | 11547 | 13031 | 财务费用 | (68) | (77) | 135 | 154 | 158 |
| 关键财务与估值指标 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E | 营运资本变动 | (326) | (430) | (58) | 11 | (165) |
| 每股收益 | 0.87 | 1.23 | 1.3 | 1.41 | 1.53 | 其它 | 59 | 31 | 52 | 56 | 61 |
| 每股红利 | 0.29 | 0.43 | 0.48 | 0.52 | 0.57 | 经营活动现金流 | 331 | 455 | 930 | 1086 | 998 |
| 每股净资产 | 3.61 | 4.34 | 5.16 | 6.05 | 7.02 | 资本开支 | 0 | (7) | (14) | (16) | (16) |
| ROIC | 16% | 17% | 18% | 20% | 21% | 其它投资现金流 | (1761) | (579) | 0 | (468) | (562) |
| ROE | 24% | 28% | 25% | 23% | 22% | 投资活动现金流 | (1761) | (586) | (14) | (484) | (578) |
| 毛利率 | 9% | 11% | 11% | 12% | 12% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 8% | 9% | 10% | 10% | 10% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 8% | 9% | 10% | 10% | 11% | 支付股利、利息 | 0 | 0 | (332) | (362) | (392) |
| 收入增长 | 42% | 10% | 1% | 5% | 4% | 其它融资现金流 | 215 | 78 | 1223 | (7) | 228 |
| 净利润增长率 | 60% | 43% | 5% | 9% | 8% | 融资活动现金流 | 215 | 78 | 891 | (369) | (164) |
| 资产负债率 | 63% | 69% | 67% | 64% | 63% | 现金净变动 | (1214) | (53) | 1807 | 232 | 256 |
| 息率 | 0.00% | 0.00% | 1.50% | 1.60% | 1.80% | 货币资金的期初余额 | 1785 | 571 | 517 | 2325 | 2557 |
| P/E | 34.8 | 24.4 | 23.2 | 21.3 | 19.6 | 货币资金的期末余额 | 571 | 517 | 2325 | 2557 | 2813 |
| P/B | 8.3 | 6.9 | 5.8 | 5 | 4.3 | 企业自由现金流 | 0 | 550 | 993 | 1162 | 1075 |
| EV/EBITDA | 28 | 24 | 22 | 20 | 19 | 权益自由现金流 | 0 | 690 | 2107 | 1030 | 1177 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

06 | 风险提示

□ 估值的风险

- 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理价值在29.83-36.24港元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.0%、风险溢价6.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 我们假定未来10年后公司TV增长率为1.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 相对估值方面：由于缺乏完全可比的公司，我们选取了与海外烟草龙头公司的相对估值指标进行比较，同时考虑到公司的垄断稀缺性与资产整合想象空间较大，最终给予公司2025年倍23-25xPE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

□ 盈利预测的风险

- 我们假设公司未来3年收入增长+0.8%/+5.5%/+4.4%，未考虑到全球贸易政策、烟草行业政策可能存在重大不确定性变化，同时可能存在对公司的各项业务预测偏乐观，进而高估未来3年业绩的风险。
- 我们预计公司未来3年毛利率分别为11.1%/11.6%/12.0%，稳步提升，可能存在对公司成本估计偏低、业务毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。
- 我们预计公司未来3年管理费用率与财务费用率均维持稳定，可能存在对公司费用率估计偏低，从而高估未来3年业绩的风险。

□ 经营风险

- **国家烟草专卖制度变化风险。**公司业务高度依赖国家烟草专卖制度、框架协议和不竞争承诺，公司被中国烟草总公司指定为在明确界定的地理区域内与中国烟草总公司旗下的实体独家经营中国烟草制品进出口相关业务的实体，因此若国家烟草专卖制度发生任何重大变化或被废除均会对公司业务经营造成重大不利影响。
- **全球控烟运动与消费者对健康问题日益关注的风险。**为使烟草控制措施正规划并确保有效实施该等措施，许多国家及地区正在加快控烟立法进程，全球控烟活动加大可能会导致烟草制品的全球需求及消费减少，进而对公司的业务、经营业绩及财务状况产生不利影响。
- **进出口管制收紧及其他贸易限制风险。**公司的进出口业务须接受原产国、目的国及转运站的各项安全及海关检查，并受到关税及卷烟交付延误、进出口商被征收关税、罚款或实施其他惩罚以及增加关税，针对烟草制品的贸易限制包括关税、禁运及海关限制会对公司业务与财务产生不利影响。
- **极端气候影响。**烟叶为有常规种植季节的农产品，其种植季因原产地所在国家或地区而异，因此公司获得收入的时间与种植季节密切相关，特定年度中任何期间的经营业务及现金流量未必能反映全年可能实现的业绩；此外由于烟叶种植对天气及气候条件敏感，每个季节的收成也可能有差异，可能会对公司的业务产生不利影响。
- **在东南亚地区政治、经济及监管形式风险。**公司目前的海外市场主要聚焦于东南亚地区，因此东南亚的经济状况、政治政策变动以及控烟措施等均会对公司的烟叶及卷烟需求产生影响。
- **新型烟草制品出口不及预期风险。**中国生产企业在新型烟草制品方面的经营历史相对较短，可能无法与其他国际烟草企业的新型烟草制品进行有效竞争，对公司的新型烟草制品出口业务产生不利影响。
- **中国出境游客数量减少风险。**公司向泰国、新加坡、香港及澳门的免税店以及中国境内关外地区的免税店销售中国品牌卷烟，因此公司的卷烟出口业务在一定程度上依赖于中国出境游客的数量。任何中国出境游客数量减少都会导致上述地区对中国品牌卷烟的市场需求减少，进而对公司的卷烟出口业务产生不利影响。
- **ESG相关风险。**烟草行业在环保方面存在挑战较大，烟草种植和加工过程中可能涉及土地使用、水资源消耗等问题，且烟草种植属于劳动密集性产业，在种植与处理烟叶过程中会危害烟农健康，卷烟销售也有害消费者身体健康，因此可能会存在ESG风险。

免责声明



| 国信证券投资评级 | | | |
|---|--------|------|-----------------------|
| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032