

稀缺性烟草上市平台，内生外延并进

华泰研究

2025年8月12日 | 中国香港

首次覆盖

消费轻工

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

39.90

樊俊豪

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

研究员

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

刘思奇

SAC No. S0570523090004
SFC No. BSE590

研究员

liusiqi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

刘徽*

SAC No. S0570125070023

联系人

liuwei024778@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

首次覆盖中烟香港并给予“买入”评级，目标价 39.90 港币（基于 25 年 30 倍 PE）。公司是中烟体系内唯一的烟草上市主体，烟草专卖专营管理制度下，公司独家经营地位壁垒深厚，主营业务计划性强，享有较强的议价能力。公司核心业务包括烟叶类产品进出口、卷烟出口、新型烟草出口及巴西经营业务，业务覆盖 50 多个国家和地区，并在东南亚和中国港澳台地区享有烟叶出口的独家经营权，烟叶进出口业务稳健增长，卷烟业务贡献业绩弹性。此外，作为中烟国际在资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台，公司外延拓展空间可期。“内生增长+外延拓展”并举，看好公司长期成长机遇。

内生增长：独家经营壁垒深厚，基本盘稳健+新业务快速成长

我国烟草行业以国家专卖制度为基础，中烟香港核心业务享有特许经营权，独家经营壁垒深厚，其中：1) 烟叶进出口业务作为压舱石（24 年营收占比 79%），24 年公司烟叶进口/出口量分别占全国贸易量的 58/45%，受益于中烟巴西并购，烟叶进口业务毛利率突破 6% 的固定成本加价比例，烟叶出口业务积极拓展非独家市场，贡献业绩弹性。2) 卷烟出口业务快速发展（24 年营收占比 12%），出境游复苏带动免税渠道修复，公司提升自营比例并拓展有税渠道，驱动收入&盈利向上。3) 新型烟草行业处于发展红利期，国内 HNB 产品加快研发，中烟香港有望享赛道发展红利并加速份额提升。

外延拓展：巴西收购提供示范，外延并购可期

作为中烟体系内的资本市场运营平台，中烟香港承载中烟全球化战略使命。2021 年 9 月中烟香港收购中烟巴西及旗下核心资产（中巴烟草出口公司），实现对上游种植环节覆盖，推动公司实体化转型，中烟巴西被收购以来业绩快速成长，为后续外延并购提供范本。目前公司体外还有许多优质资产，包括进出口业务的其他独家经营区域及境外子公司，仅考虑前者我们估算 24 年体外收入规模有望达 177 亿港元（体外烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口分别 60.7/25.7/90.4 亿港元），是中烟香港 24 年收入体量的 1.35 倍，中烟香港作为体系内唯一上市平台有望持续整合中烟系资源，外延并购弹性可期。

我们与市场观点不同之处

1) 市场对未来业务的稳定增长潜力有所担忧，我们认为，一方面公司核心业务享有特许经营权，业务稳定性较强；另一方面，在特许经营基础上公司仍积极进取，例如烟叶出口业务拓展非独家经营区域，卷烟出口业务拓展有税渠道并提升自营比例等，长期看公司兼具经营确定性和长期增长潜力。2) 市场认为公司上市以来仅完成中烟巴西一项收购业务，对体外资产并入公司的可能性有所担忧。但我们认为，公司承载中烟资本市场运作和国际业务拓展的全球化战略使命，公司市场整合空间大，作为中烟体系内唯一上市公司，中烟香港未来多元化资本运作仍然可期。

盈利预测与估值

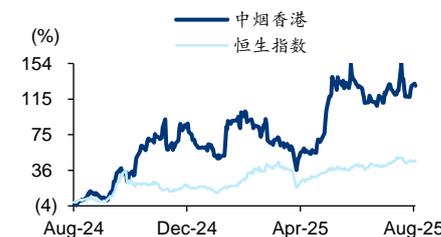
在不考虑外延并购的情况下，我们预计 25-27 年归母净利润 9.2、10.2、11.5 亿港元，对应 EPS 为 1.33、1.48、1.67 港元。参考可比公司 Bloomberg 一致预期（25 年平均 PE 20 倍），考虑到公司烟叶进出口、卷烟出口等核心业务独家经营壁垒深厚，同时承载中烟资本市场运作和国际业务拓展的全球化战略使命，长期发展空间广阔，从平台稀缺性、经营确定性和长期增长潜力角度出发，给予公司估值溢价，我们给予公司 25 年 30 倍目标 PE，对应目标价 39.90 港币，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国家烟草专卖制度发生重大变化的风险，关税政策及其他贸易限制风险，外汇波动风险，烟叶成本大幅提升的风险，外延并购不及预期风险。

基本数据

目标价(港币)	39.90
收盘价(港币 截至 8 月 12 日)	33.38
市值(港币百万)	23,088
6 个月平均日成交额(港币百万)	117.11
52 周价格范围(港币)	14.18-39.20
BVPS(港币)	4.34

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

会计年度(港币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	13,074	13,748	14,969	16,089
+/-%	10.46	5.15	8.88	7.48
归属母公司净利润(百万)	853.73	916.90	1,021	1,153
+/-%	42.58	7.40	11.31	12.99
EPS(最新摊薄)	1.23	1.33	1.48	1.67
ROE(%)	31.05	27.38	25.04	23.58
PE(倍)	27.04	25.18	22.62	20.02
PB(倍)	7.68	6.25	5.18	4.34
EV EBITDA(倍)	26.17	25.43	22.84	20.66
股息率(%)	1.26	0.99	1.11	1.25

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,836	13,074	13,748	14,969	16,089
销售成本	(10,748)	(11,697)	(12,263)	(13,307)	(14,239)
毛利润	1,088	1,378	1,485	1,662	1,850
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	(152.99)	(158.40)	(219.96)	(254.47)	(289.60)
其他收入/支出	(8.06)	(27.16)	(32.68)	(43.60)	(63.86)
财务成本净额	(68.22)	(76.56)	(46.44)	(30.00)	4.62
应占联营公司利润及亏损	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税前利润	859.06	1,116	1,186	1,334	1,501
税费开支	(166.69)	(212.72)	(218.13)	(245.43)	(276.16)
少数股东损益	93.60	49.07	52.58	59.16	66.56
归母净利润	598.77	853.73	916.90	1,021	1,153
折旧和摊销	(51.05)	(54.55)	(44.49)	(48.80)	(53.36)
EBITDA	978.33	1,247	1,276	1,413	1,550
EPS (港币, 基本)	0.87	1.23	1.33	1.48	1.67

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	2,974	5,426	6,292	6,719	7,678
应收账款和票据	908.01	1,089	1,011	1,276	1,182
现金及现金等价物	570.81	517.47	733.78	994.76	1,314
其他流动资产	1,761	2,340	2,340	2,340	2,340
总流动资产	6,214	9,372	10,377	11,329	12,515
固定资产	43.47	78.41	89.12	99.72	110.68
无形资产	131.11	100.27	92.61	90.74	83.96
其他长期资产	352.21	265.69	292.19	274.62	300.38
总长期资产	526.78	444.36	473.92	465.08	495.03
总资产	6,740	9,817	10,851	11,794	13,010
应付账款	1,505	3,577	3,876	3,990	4,269
短期借款	2,490	2,957	2,948	2,948	2,948
其他负债	2.89	0.00	0.00	0.00	0.00
总流动负债	3,998	6,534	6,823	6,937	7,216
长期债务	0.54	22.83	27.83	32.83	37.83
其他长期债务	46.95	72.08	72.08	72.08	72.08
总长期负债	47.49	94.90	99.90	104.90	109.90
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
储备/其他项目	1,090	1,601	2,289	3,055	3,919
股东权益	2,494	3,005	3,693	4,458	5,323
少数股东权益	201.62	182.10	234.67	293.83	360.39
总权益	2,695	3,187	3,928	4,752	5,684

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	38.56	27.04	25.18	22.62	20.02
PB	9.26	7.68	6.25	5.18	4.34
EV EBITDA	32.79	26.17	25.43	22.84	20.66
股息率 (%)	0.87	1.26	0.99	1.11	1.25
自由现金流收益率 (%)	2.36	1.89	2.22	2.28	2.73

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	978.33	1,247	1,276	1,413	1,550
融资成本	68.22	76.56	46.44	30.00	(4.62)
营运资本变动	(231.72)	(561.17)	(489.64)	(577.45)	(586.97)
税费	(166.69)	(212.72)	(218.13)	(245.43)	(276.16)
其他	(130.22)	80.15	(44.34)	(38.70)	(0.38)
经营活动现金流	517.91	629.44	570.77	581.09	681.47
CAPEX	(20.89)	(22.60)	(47.54)	(57.54)	(57.54)
其他投资活动	(1,678)	(437.39)	(26.50)	17.57	(25.76)
投资活动现金流	(1,699)	(459.99)	(74.05)	(39.97)	(83.31)
债务增加量	378.88	490.16	(4.75)	5.00	5.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(201.76)	(291.32)	(229.23)	(255.15)	(288.29)
其他融资活动现金流	(204.18)	(362.85)	(46.44)	(30.00)	4.62
融资活动现金流	(27.05)	(164.01)	(280.41)	(280.14)	(278.66)
现金变动	(1,208)	5.44	216.31	260.98	319.50
年初现金	1,785	570.81	517.47	733.78	994.76
汇率波动影响	(6.26)	(58.78)	0.00	0.00	0.00
年末现金	570.81	517.47	733.78	994.76	1,314

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	42.19	10.46	5.15	8.88	7.48
毛利润	28.96	26.58	7.76	11.95	11.30
营业利润	38.62	28.56	3.34	10.71	9.71
净利润	59.71	42.58	7.40	11.31	12.99
EPS	(59.71)	(42.58)	(7.40)	11.31	12.99
盈利能力比率 (%)					
毛利率	9.19	10.54	10.80	11.10	11.50
EBITDA	8.27	9.53	9.28	9.44	9.63
净利率	5.06	6.53	6.67	6.82	7.17
ROE	26.51	31.05	27.38	25.04	23.58
ROA	9.13	10.31	8.87	9.01	9.30
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	76.97	81.95	60.71	44.54	31.40
流动比率	1.55	1.43	1.52	1.63	1.73
速动比率	0.81	0.60	0.60	0.66	0.67
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	1.81	1.58	1.33	1.32	1.30
应收账款周转天数	38.23	27.49	27.49	27.49	27.49
应付账款周转天数	58.20	78.21	109.39	106.39	104.39
存货周转天数	91.83	129.26	172.00	176.00	182.00
现金转换周期	71.85	78.54	90.10	97.10	105.10
每股指标 (港币)					
EPS	0.87	1.23	1.33	1.48	1.67
每股净资产	3.61	4.34	5.34	6.45	7.70

正文目录

投资要点	6
公司概况：中烟国际业务拓展及资本运作平台，护城河高筑	7
中烟旗下国际业务拓展和资本运作的指定平台	7
股权结构集中，管理层体系稳定且经验复合	8
专卖制度构筑护城河，多元化业务彰显产业韧性和潜力	9
财务分析：业绩稳健增长，盈利能力持续提升	12
烟叶进出口：稳中有增压舱石，盈利能力逐步提升	14
行业：全球烟叶资源供需错配，中国进出口小幅增长	14
公司：并表增效实现毛利率突破，区域深耕与业务拓展并重	15
卷烟出口：业务持续拓展，自营比例提升优化盈利能力	18
行业：全球市场面临结构性调整，免税渠道为出口增长极	18
公司：免税渠道恢复，有税市场拓展，自营比例提升	20
新型烟草：积极布局 HNB，错位竞争，积蓄力量	22
巴西经营：收购成功范例，从进出口贸易向实体化转型	26
资本运作：存量整合拓宽护城河，跨境并购加速一体化	27
盈利预测与估值	29
风险提示	31

图表目录

图表 1：中烟香港主营业务一览	7
图表 2：中烟香港发展历程	7
图表 3：中烟香港股权结构架构（截至 2024 年 12 月 31 日）	8
图表 4：中烟香港管理层简介	8
图表 5：中国烟草管理制度	9
图表 6：中国烟草产业链	10
图表 7：中国香港烟叶进出口业务的定价策略和业务分布	10
图表 8：中国香港卷烟和新型烟草出口业务的定价策略和业务分布	11
图表 9：2016-2024 中烟香港营业收入情况	12
图表 10：2016-2024 中烟香港分业务的营收占比	12
图表 11：2020-2024 中烟香港毛利率、净利率变化	12
图表 12：2020-2024 中烟香港各业务毛利率变化	12
图表 13：2020-2024 中烟香港 ROE	13
图表 14：2020-2024 中烟香港经营性现金流及归母净利润	13
图表 15：2020-2024 中烟香港分红情况	13
图表 16：2020-2024 中烟香港剔除汇兑损益影响前后的净利率对比	13

图表 17: 2023 年全球烟草产量分布	14
图表 18: 温度/日照/水分/土壤等因素导致不同地区的烟叶品质差异	14
图表 19: 2014 至 2023 年中国烟草作物种植情况	14
图表 20: 2014 至 2024 年中国烟草作物生产情况	14
图表 21: 2015-2024 烟草出口额及 2024 年烟叶进出口国家分布	15
图表 22: 中烟香港烟叶进口业务收入	16
图表 23: 中烟香港烟叶进口业务毛利率	16
图表 24: 中烟香港烟叶类产品进口数量	16
图表 25: 中烟香港烟叶进口业务销售单价	16
图表 26: 中烟香港烟叶出口业务收入	17
图表 27: 中烟香港烟叶出口业务毛利率	17
图表 28: 中烟香港烟叶类产品出口数量	17
图表 29: 中烟香港烟叶出口业务销售单价	17
图表 30: 2003 年以来全球卷烟销售情况	18
图表 31: 2003 年以来中国卷烟销量占全球卷烟销量比例 (%)	18
图表 32: 中国卷烟产量及同比增速变化	18
图表 33: 中国卷烟出口数量及同比增速变化	18
图表 34: 2015 年以来我国居民出境人次	19
图表 35: 2015 年以来国际及港台旅客运输量	19
图表 36: “一带一路”沿线国家卷烟市场特征分析	19
图表 37: 中烟香港卷烟出口业务收入	20
图表 38: 中烟香港卷烟出口数量	20
图表 39: 2024 年末长城推出的 5 款高端手工雪茄新品	20
图表 40: 2024 年度卷烟出口业务前五大品牌及前五大品规	21
图表 41: 中烟香港卷烟出口均价	21
图表 42: 中烟香港卷烟出口业务毛利率	21
图表 43: 2019-2024 全球新型烟草制品市场规模	22
图表 44: 新型烟草制品分类	22
图表 45: 2024 年全球新兴烟草制品市场规模分布	22
图表 46: 全球 HNB 市场规模	22
图表 47: 日本 HNB 市场占有率	23
图表 48: 俄罗斯 HNB 市场占有率	23
图表 49: 意大利 HNB 市场占有率	23
图表 50: 英美烟草推出的 HNB 产品 HILO 系列	23
图表 51: HNB 产品在主要销售国的销售规模	23
图表 52: 2018 年中烟香港新型烟草出口业务拆分	24
图表 53: 中烟香港新型烟草产品图	24
图表 54: 菲律宾 HNB 市场占有率	24
图表 55: 东南亚各国对 HNB 及电子烟的监管政策 (截至 2025/8/4)	24
图表 56: 中烟香港新型烟草出口业务营业收入及毛利率	25



图表 57: 中烟香港新型烟草出口量价变化	25
图表 58: 中烟香港销售的 HNB 代表性品牌和产品	25
图表 59: 中巴公司实行一体化烟草生产体系	26
图表 60: 中烟巴西 (含 CBT) 出口烟叶产品数量	26
图表 61: 中烟巴西 (含 CBT) 出口烟叶产品销售单价	26
图表 62: 2018 年中烟香港与中烟公司旗下同类业务营收体量对比	27
图表 63: 中烟国际和中烟系其他公司的境外资产梳理	27
图表 64: 中烟香港以外, 其他独家经营区域进出口业务收入规模测算	28
图表 65: 2025-2027 年公司盈利预测假设	30
图表 66: 可比公司估值对比 (截至 2025 年 8 月 12 日)	31
图表 67: 中烟香港 PE-Bands	31
图表 68: 中烟香港 PB-Bands	31

投资要点

公司是中烟体系内唯一的烟草上市主体，身兼部分烟草业务特许经营权的稀缺属性和中烟资本市场运作的战略使命：一方面，中烟香港独家经营体系内部分地区的烟叶进出口、卷烟出口等业务，商业模式优异，内生业务稳定性高；另一方面，中烟香港被中烟公司赋予境外资本市场运作和国际业务扩展的平台定位，业务划拨及外延并购空间可期。立足当前，公司五大主营业务（烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/新型烟草出口/巴西经营）保持稳健的内生增长，同时具备整合和并购的外延潜力，兼具平台稀缺性&经营确定性&长期增长潜力，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 39.90 港元。

行业看点：烟叶进出口稳健，卷烟和新型烟草赛道高景气。

- 1) **烟叶进出口：**由于日照温度等环境差异，全球不同产区的烟叶品质和口味存在差异，供需错配驱动烟叶资源的优化配置和进出口交易。据联合国数据，2023 年我国烟草产量 230 万吨/位居全球第一；据海关总署，我国烟叶主要出口至东南亚地区，并从津巴布韦、巴西和美国等国进口高端烟叶以满足卷烟需求，2024 年中烟香港的烟草进出口量分别占全国的 58/45%，24 年中国整体烟草出口量 18.74 万吨/同比+4.7%，进口量 19.43 万吨/同比+1.6%，行业稳健增长。
- 2) **卷烟出口：**我国卷烟产销量逆势增长，销量占全球比重从 2003 年的 32%提高至 2023 年的 47%（《2023 年中国控烟观察》报告数据）；同时受益于出境游复苏，行业出口不断回暖，2024/1H25 卷烟出口量分别同比+34%/+20%，其中中烟香港 24 年卷烟出口占全国总出口量的 15%（海关总署数据）。
- 3) **新型烟草出口：**随着全球烟民健康意识崛起，新型烟草行业快速扩容，23 年来行业保持 10%+的增速，其中加热不燃烧产品（HNB）凭借满足感、口味还原度和击喉感优势，2024 年市场规模达 371 亿美元/2019-2024 年 CAGR+18%，占新型烟草市场的 40%+（欧睿数据），赛道保持高景气度和增长潜力。

#公司看点 1：内生增长，特许经营权构筑护城河。我国烟草行业以国家专卖制度为基础，在此背景下中烟香港业务享有独家经营权，每年采购和销售量具有计划性，加成比例稳定且议价能力强。1) 烟叶进出口业务作为公司压舱石（24 年营收占比 79%），有望保持稳健增长；2) 伴随公司免税渠道修复和有税渠道拓展，卷烟出口业务快速发展（24 年营收占比 12%），同时自营占比提升带动产品结构升级，毛利率具备提升动力；3) 新型烟草业务初具规模（24 年营收占比 1%），未来有望凭借国产 HNB 产品力提升&区域扩张，享赛道发展红利并加速份额提升。4) 公司于 2021 年收购中烟巴西实现产业链纵向整合（24 年营收占比 8%），通过赋能管理增厚利润，巴西产能有望继续释放。

#公司看点 2：外延拓展，平台稀缺性提供长期空间。作为中烟体系内的资本市场运营平台，中烟香港承载中烟全球化战略使命。中烟巴西收购提供了优秀范例，公司体外仍有许多优质资产：1) 进出口业务的其他独家经营区域，2) 中烟体系内境外子公司及全球其他与公司海外业务发展战略相契合的标的资产，仅考虑前者我们估算 24 年公司体外收入规模有望达 177 亿港元（是中烟香港 24 年收入的 1.35 倍），外延拓展弹性可期。

与市场观点不同之处：1) 市场认为公司各项内生业务计划性较强，对未来业务的稳定增长潜力有所担忧，但我们认为：一方面公司核心业务享有特许经营权，独家经营壁垒深厚，作为中烟体系下唯一上市平台稀缺性突出，业务稳定性较强；另一方面，在特许经营基础上公司仍积极进取，例如烟叶出口业务已拓展至欧洲等非独家经营区域，卷烟出口业务也正积极拓展有税渠道并提升自营比例，新型烟草出口业务虽在发展初期但具备性价比等优势，长期看公司兼具经营确定性和长期增长潜力。2) 市场认为公司上市以来仅完成中烟巴西一项收购业务，对体外资产并入公司的可能性有所担忧。但我们认为，公司承载中烟资本市场运作和国际业务拓展的全球化战略使命，公司市场整合空间大，作为中烟体系内唯一上市公司，中烟香港未来多元化资本运作仍然可期。

公司概况：中烟国际业务拓展及资本运作平台，护城河高筑

中烟旗下国际业务拓展和资本运作的指定平台

多元化业务结构构建收入基本盘与增量引擎，持续释放全球化运营潜力。中烟香港是中烟国际旗下境外资本市场运作与国际业务拓展的核心平台，其前身为天利国际经贸有限公司，于2019年在香港上市，公司承载着中烟国际在境外市场的运作和国际业务拓展使命。中烟香港的核心业务涵盖五类：烟叶类产品进出口、卷烟出口、新型烟草制品出口以及巴西经营业务，五大业务板块以专业化分工与全球化资源调配，协同支撑CNTC（中烟集团）的国际化战略落地。

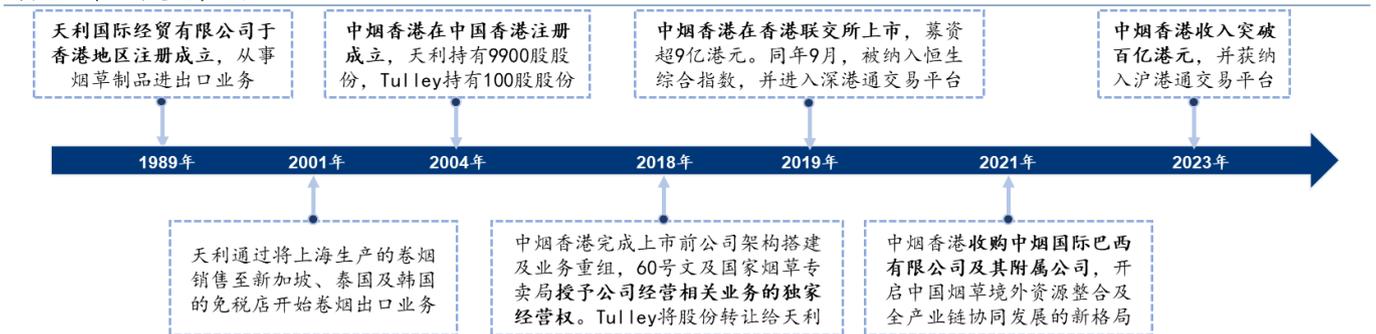
图表1：中烟香港主营业务一览



资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

业务版图不断扩张，紧跟中烟战略部署确立使命地位。中烟香港的发展历程可以追溯到1989年成立的天利国际经贸有限公司，公司最初专注于烟草制品、卷烟原辅材料及烟草加工机械设备的进出口业务。2003年，烟草行业推行工商分离改革，将烟草专卖局、烟草公司、卷烟生产企业三家单位分开重组，次年中烟香港注册成立，并成为中国烟草总公司旗下国际业务拓展平台。2018年，公司获《中国烟草总公司关于中烟国际（香港）有限公司功能定位的通知》（中烟办〔2018〕60号）指定，成为行业国际业务拓展先锋，完成重组后公司主营四大业务，即烟叶类产品出口、烟叶类产品进口、卷烟出口及新型烟草制品出口。2021年，中烟香港收购中烟国际巴西有限公司（简称“中烟巴西”），并于当年并表，巴西经营业务成为公司第五个业务板块。中烟香港定位为中烟旗下负责资本运作和国际业务拓展的指定平台，是中国烟草“高质量发展”的重要载体。一系列的战略调整和业务扩展，使中烟香港在全球烟草市场中占据了重要地位，并展现出强劲的盈利能力和发展潜力。

图表2：中烟香港发展历程

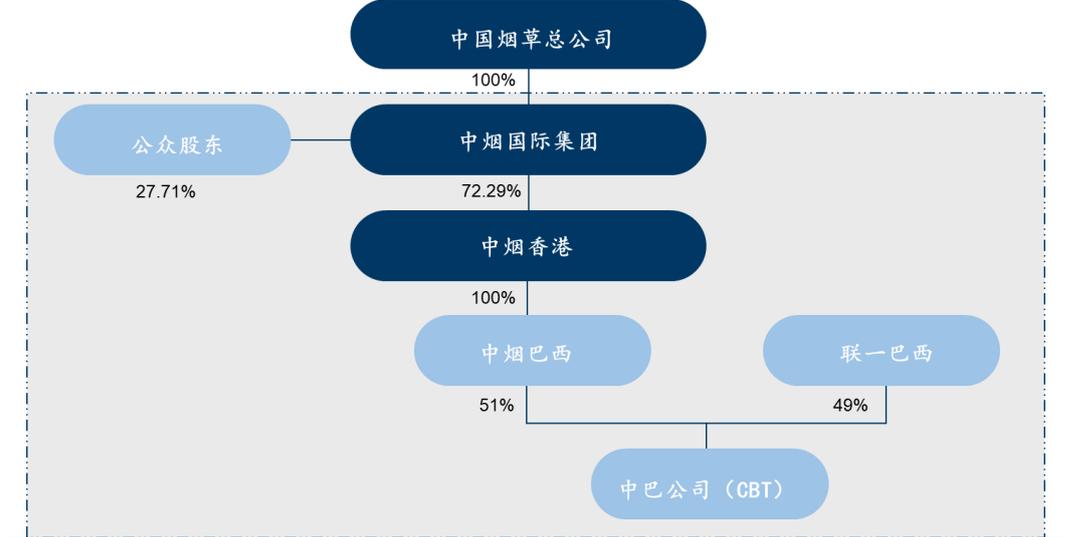


资料来源：公司公告，公司官网，华泰研究

股权结构集中，管理层体系稳定且经验复合

股权结构集中且稳定，中烟国际掌握主要控制权。中烟香港作为中烟体系内的唯一烟草上市公司，承担着中烟海外资产整合的使命。截至 2024 年末，中烟国际集团有限公司持有中烟香港 72.29% 的股份，市场流通股份为 27.71%，中烟总公司高控股确保了公司在战略决策上的统一性，并强化了公司相关业务特许经营权的确定性。

图表3：中烟香港股权架构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：公司公告，华泰研究

管理层经验丰富，新进入者背景多元。公司高管团队平均拥有超 19 年的烟草行业工作经验，其中董事会主席邵岩先生在烟草行业拥有超过 25 年的管理经验，曾担任云南省烟草专卖局（公司）副总经理，执行董事代佳辉先生等在中烟国际集团任职。2022 年，阎飙加入公司担任副总经理，此前曾有国际烟草巨头菲莫国际（PMI）的任职经历，新成员们在品牌建设、市场营销、产品研发等方面的经验，能够与中烟香港原有的管理团队优势互补，为公司国际业务拓展和市场策略制定提供支持。

图表4：中烟香港管理层简介

姓名	职位	加入日期	简介
邵岩	主席、非执行董事	2016 年 8 月	2018 年 6 月起担任现职务，拥有近 20 年烟草专卖局管理经验。于 2021 年起担任中烟国际集团董事长及总经理。
代佳辉	执行董事、总经理	2023 年 7 月	2023 年 7 月起担任现职，曾担任中烟国际集团人力资源部总监，CTPM 国际有限公司财务部经理等职，有着逾 20 年工作经验。
王成瑞	执行董事、公司秘书	2018 年 4 月	2018 年 12 月起担任执行董事；2019 年 6 月起担任公司秘书，曾担任中烟国际战略发展部副经理，投资部主任科员以及烟草经济信息中心主任科员。毕业于云南大学，获得经济学及软件工程双学士和工商管理硕士。
徐增云	执行董事、副总经理	2022 年 9 月	2022 年 9 月起担任现职，拥有十余年国际贸易及管理经验。此前曾担任中烟国际卷烟事业部副总监、市场拓展部副调研员、中东公司副总经理兼营销部经理，中烟迪拜瑞世达贸易有限公司副总经理等职。
茅紫璐	执行董事、副总经理	2022 年 4 月	2022 年 9 月起担任执行董事；2023 年 4 月起担任副总经理，有十年的贸易调研经验，此前曾任中烟国际营贸部副调研员。
阎飙	副总经理	2022 年 7 月	2023 年 2 月起担任现职，此前曾任菲利普莫里斯亚洲集团大区战略及项目交付总监，菲利普莫里斯中国企业管理公司董事、财务及财务发展总监。拥有加拿大圣弗朗西斯泽维尔大学学士学位。

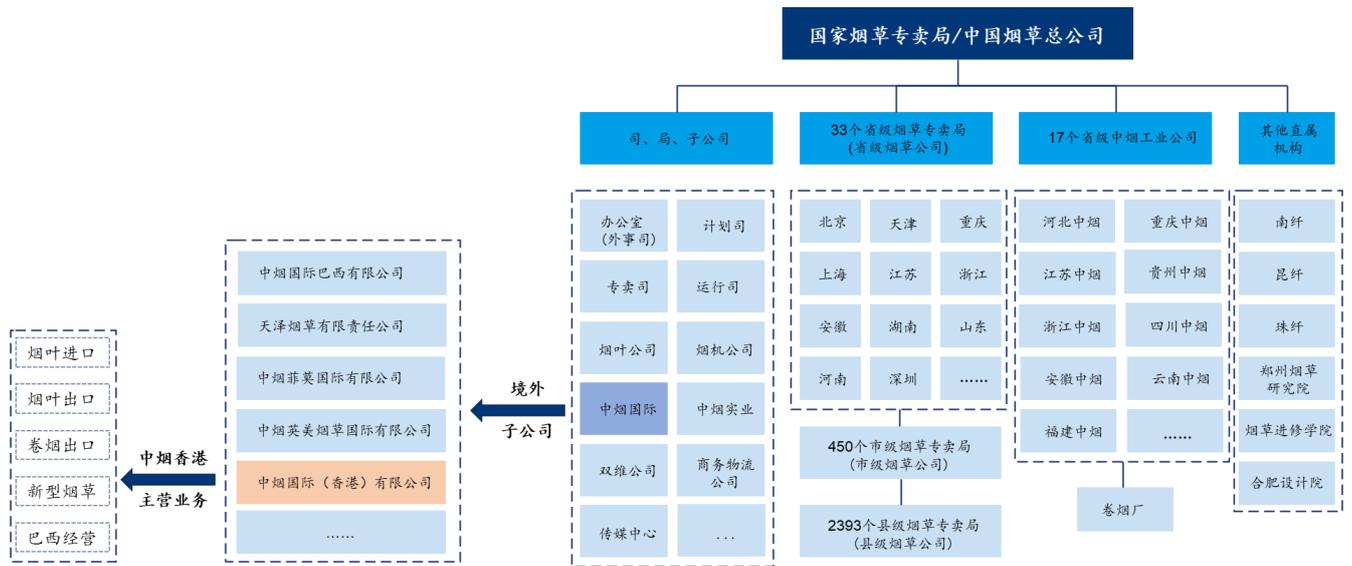
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

专卖制度构筑护城河，多元化业务彰显产业韧性和潜力

管理体制独特，“一套机构两块牌子”模式确保高效运作。全国烟草行业实行以烟草专卖制度为基础，以“统一领导、垂直管理、专卖专营”为运行机制，以“一套机构、两块牌子”为组织形式的国家烟草专卖治理体系。具体而言，国务院自1984年起，确定由国家烟草专卖局负责烟草专卖的全面行政管理工作，由中国烟草总公司统一领导并全面经营管理烟草行业的产供销、人财物、内外贸业务。目前，国家烟草专卖局、中国烟草总公司本级29个部门和专业公司，所属省级烟草专卖局（公司）33个（含大连、深圳），省级工业公司17个；地市级烟草专卖局（公司）450家；县级烟草专卖局（分公司或营销部）2393家；卷烟工厂92家，烟机企业4家，打叶复烤企业23家；在16个国家和地区投资设立境外子公司38家；另有直属科研单位、醋纤等生产企业。

顺应“走出去”战略，助力中烟构建国际化业务网络。2007年9月，中国烟草进出口（集团）公司改制为中国烟草国际有限公司（简称中烟国际），标志着中烟国际正式成立。中烟国际在境内外直接或间接投资设立了多家参股或控股公司：全资控股企业中，天泽烟草有限责任公司负责津巴布韦地区的烟叶种植、收购以及进出口贸易；中烟国际（北美）为北美的烟叶供应商。参股企业中，中烟菲莫国际有限公司由中烟与菲莫国际各持股50%，致力于拓展中国烟草品牌在国际有税市场的影响力，中烟英美烟草国际有限公司由中烟与英美烟草共同持股，借助双方资源优势，在国际卷烟市场中进行品牌运作与产品销售。各成员企业都在各自区域市场和业务领域，通过品牌推广、市场开拓、合作经营，助力中烟国际在全球构建起集烟叶原料供应、品牌培育、产品销售等为一体的国际化业务网络，推动中国烟草走向国际市场。

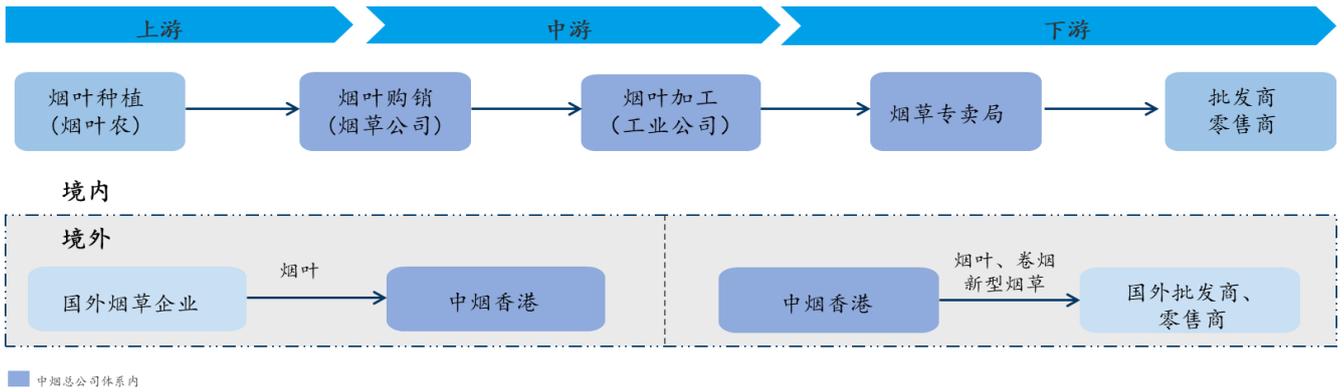
图表5：中国烟草管理制度



资料来源：国家烟草专卖局官网，《中国烟草年鉴》，公司公告，华泰研究

中烟香港在进出口业务中充当“桥梁”，特许经营权保证市场主导地位。专卖制度保障下，中国烟草产业链形成境内外协同、上下游贯通格局。在国内市场，中烟的产业链从烟叶农开始，经过烟草公司购销、中烟工业公司加工，由烟草专卖局分销至批发商、零售商，总体围绕中烟总公司体系运转，形成了一套完整的产业链闭环。在国际市场上，中烟香港获得了体系内部分地区的特许经营权，能够在东南亚和中国港澳台地区独家销售烟叶类产品，还独家将全球主要产区的烟叶引入中国内地市场。这种特许经营权保证了平台稀缺性和业务确定性，为其在国际市场上的进一步拓展提供了有力支持。

图表6：中国烟草产业链

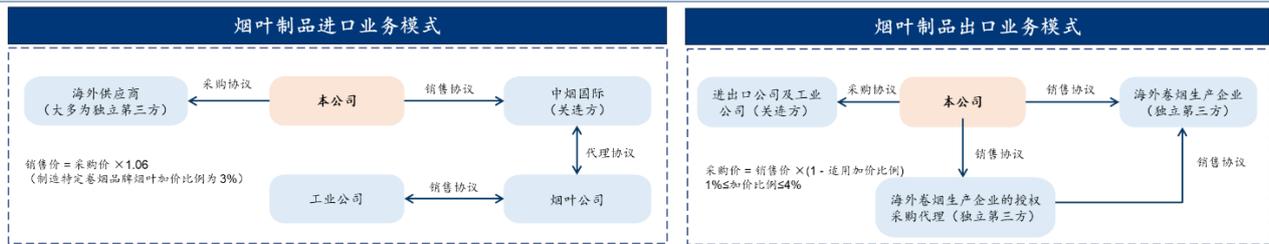


资料来源：国家烟草专卖局官网，华泰研究

中烟香港延长产业链布局、拓展烟叶类业务及多元化，从业务流程看：

- 1) **烟叶类产品进口业务：**公司独家地从全球（除津巴布韦，主要为巴西、美国、阿根廷、马拉维、赞比亚等国家）烟叶原产国或地区采购烟叶类产品，并将进口的烟叶类产品出售给中烟国际，进而向中国的卷烟生产企业转售。烟叶类产品通常直接由中烟国际聘用的独立第三方物流服务提供商经船运运送到指定目的地。定价方面，采购价参考国际市场价格、供应商成本及质量溢价，给予中烟国际的销售价基于采购价加价 6%（制造特定卷烟品牌烟叶加价比例为 3%）。
- 2) **烟叶制品出口业务：**公司独家地从中国烟草总公司集团（CNTC 集团）采购烟叶类产品，并独家销售至东南亚、中国港澳台地区，2023 年 8 月，公司将销售区域扩展至欧洲地区（非独家经营区域）。公司通常会安排工业公司及进出口公司将烟叶类产品直接递送至海外客户指定的目的地，而公司不会就烟叶类产品保留任何库存。定价方面，销售价格基于市场供需、烟叶等级质量、运输成本等因素协商定价，采购价根据“ $\text{销售价} \times (1 - \text{适用加价比例})$ ”确定，其中加价比例根据产品品种、市场需求等确定，加价比例通常为 1%-4%。

图表7：中国香港烟叶进出口业务的定价策略和业务分布



烟叶类产品来自**10+**国家及地区，销售至**10+**国家及地区

主要目标市场

- 中国内地及港澳台地区、东南亚和欧洲地区

主要供应来源地

- 中国、巴西、赞比亚、阿根廷、美国、马拉维、坦桑尼亚、
- 印度尼西亚、多米尼加、哈萨克斯坦等

产品类型

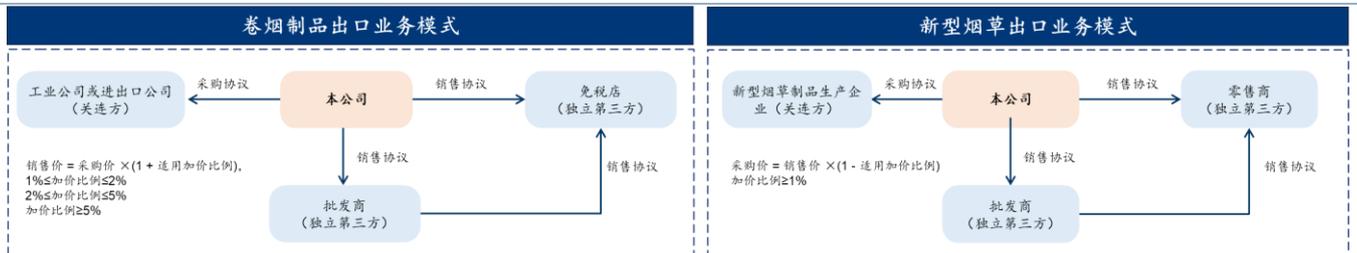
- 烤烟、白肋烟、香料烟、晒烟、
- 雪茄烟叶及烟叶副产品等



资料来源：公司招股书，公司官网，华泰研究

- 3) **卷烟出口业务:** 公司从 CNTC 集团旗下的卷烟生产企业采购卷烟产品, 并销售至全球市场 (中国内地除外) 以及中国内地境内关外免税店, 其中独家销售区域为两国三地免税市场 (新加坡、泰国、中国香港、澳门及内地境内关外的免税店)。公司产品类型主要涵盖卷烟、机制雪茄、手工雪茄等, 主要供应来源地为上海、云南、湖南、湖北等地, 业务覆盖 200+ 免税终端及有税市场零售店。定价方面, 不同类别的卷烟采用不同的定价政策, 公司通过对采购价增加 1% 至 2%、2% 至 5% 或 5% 以上的适用比例来确定售价。
- 4) **新型烟草出口业务:** 公司从 CNTC 集团旗下的卷烟生产企业采购新型烟草制品, 并独家销售至全球市场 (中国内地除外), 产品主要为加热不燃烧烟草制品 (HNB), 出口业务覆盖 50+ 国家与地区, 主要目标市场为东南亚、中东、欧洲、中亚地区。定价方面, 新型烟草制品出口业务的采购价依据销售价按“销售价 × (1 - 适用加价比例)”确定, 其中加价比例不低于 1%, 综合考虑运营成本及早期市场营销成本制定。
- 5) **巴西经营业务:** 公司于 2021 年收购中烟巴西, 并实际控制其附属的中巴烟草出口股份有限公司 (CBT), CBT 在巴西核心产区开展烟叶生产、收购、加工、销售及出口业务, 拥有超过 2 万户签约农户, 每年原烟收购数量超过 6 万吨, 实现了烟叶进口业务产业链上游环节的延伸。

图表8: 中国香港卷烟和新型烟草出口业务的定价策略和业务分布



卷烟出口业务覆盖 **200+** 免税终端及有税市场零售店

主要目标市场

- 中国内地、香港、澳门、新加坡和泰国的免税市场

主要供应来源地

- 上海、云南、湖南、湖北等

产品类型

- 卷烟、机制雪茄、手工雪茄等

新型烟草出口业务覆盖 **50+** 国家和地区

主要目标市场

- 东南亚、中东、欧洲、中亚地区

主要供应来源地

- 云南、湖北、四川、江苏等

产品类型

- 加热不燃烧烟草制品等

资料来源: 公司招股书, 公司官网, 华泰研究

财务分析：业绩稳健增长，盈利能力持续提升

外部扰动平息，营收修复体现财务韧性。2016年，公司营收仅为63.1亿港元，2017-2019年出现阶段性震荡。2020年，受公共安全卫生事件影响，营收一度回落至34.8亿港元。随着影响逐渐平息，营收快速修复，2021-2024连续四年保持正增长，CAGR达+39.2%。2023年营收达118.4亿港元/同比+42.2%。2024年营收达130.7亿港元/同比+10.5%，突破历史新高。营收增长既得益于基本盘业务的稳步提升（24年烟叶进口+烟叶出口+卷烟出口合计营收118.90亿港元/合计同比+8.7%），也得益于新型烟草出口和巴西经营业务带来的新增量（24年新型烟草出口+巴西经营业务合计营收11.85亿港元/合计同比+32.3%）。

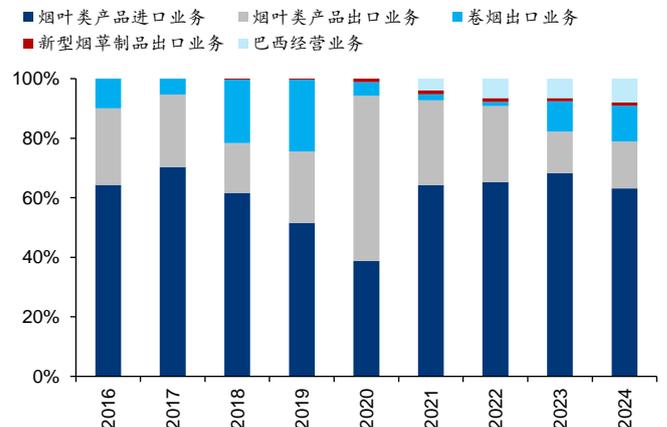
烟叶进出口是压舱石业务，卷烟出口及新型烟草业务未来可期。长期以来，中烟香港呈现传统业务主导，新型业务积极扩张的营收结构。2022-2024年，烟叶类产品进出口业务营收占比分别为91%/82%/79%，长期维持在八成左右，是公司营收的最大支柱。卷烟出口业务营收2022-2024年占比分别为1%/10%/12%，规模快速扩张，支撑作用逐渐凸显。巴西经营业务2022-2024年营收占比分别为6.5%/6.5%/8.0%，稳中有升。此外，2020年以来新型烟草制品出口营收占比基本维持在1%-2%的水平，营收额稳健提升。

图表9：2016-2024 中烟香港营业收入情况



资料来源：公司公告，华泰研究

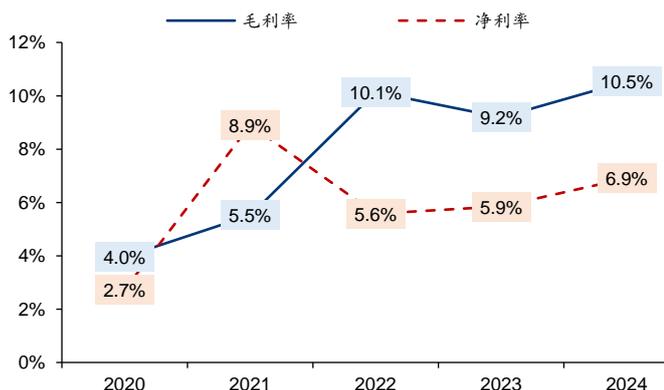
图表10：2016-2024 中烟香港分业务的营收占比



资料来源：公司公告，华泰研究

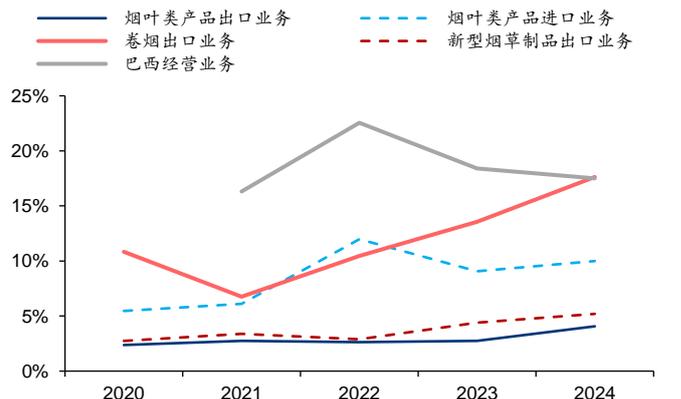
境外资本整合优化供应链，公司毛利率逐步改善。2020-2024年，中烟香港毛利率、净利率整体抬升，表明公司对成本的控制能力整体上行、业务结构优化。2024年毛利率为10.54%，净利率6.91%，对比2023年分别提升1.34pct/1.06pct。分业务看，巴西经营业务毛利率较高，稳定在15%以上；卷烟方面，随着公司逐步优化卷烟产品组合，推动自营模式比例提升，卷烟出口业务毛利率逐年上升；烟叶进出口方面，2022年至2024年，烟叶类产品进口业务毛利率显著提升，主要系公司收购中烟巴西后，将业务链延展到烟叶种植、加工等源头环节，产销一体化，从而增厚盈利空间。

图表11：2020-2024 中烟香港毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，华泰研究

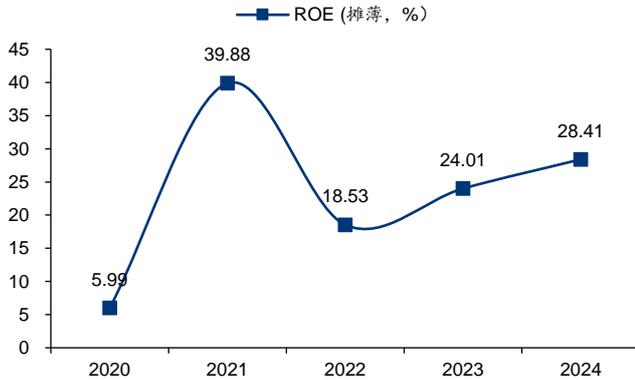
图表12：2020-2024 中烟香港各业务毛利率变化



资料来源：公司公告，华泰研究

轻资产+优质商业模式，高 ROE 有望持续。公司 2024 年 ROE 达 28.4%（摊薄口径），较 2023 年提升 4 pct，增长显著。除特殊年份外，ROE 基本保持在 20% 以上。高 ROE 水平主要得益于公司的轻资产运营模式，固定资产较少，资产以存货和应收账款为主。特许经营性质使公司有较强的议价权，保证了盈利能力的稳定性和可持续性。公司的经营性现金流在 2023 年后由负转正，标志着公司摆脱公共卫生事件影响，业务经营回到正轨。

图表 13：2020-2024 中烟香港 ROE



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 14：2020-2024 中烟香港经营性现金流及归母净利润

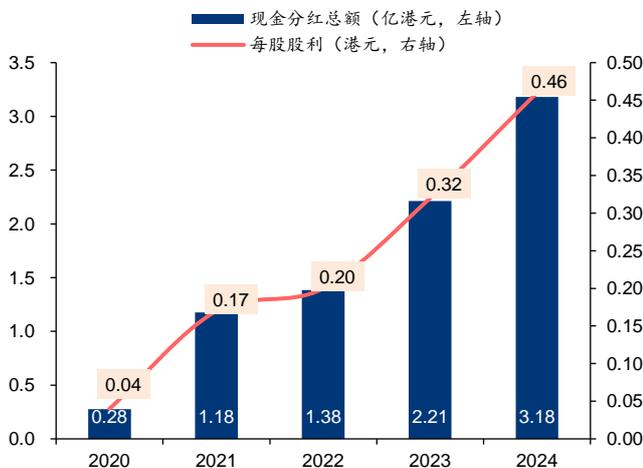


资料来源：公司公告，华泰研究

派息稳定且逐年增长，持续回馈股东。上市以来，公司坚持每年以现金分红形式回馈股东，2020-2024 年股利支付率分别为 26.1/16.7/36.9/37.0/37.3%，累计现金分红 8.23 亿港元，即使 2020 年在公共安全卫生事件影响下，业务受阻时期仍坚持派息。2024 年，中烟香港每股派息 0.46 港元/同比+43.8%。在 2024 年年报中，公司也将“保证每股派息金额稳中有增，为股东带来长期可持续回报”作为 2025 年展望的第一条目标，体现了企业坚持回馈股东，共享发展成果，共创价值的经营理念。

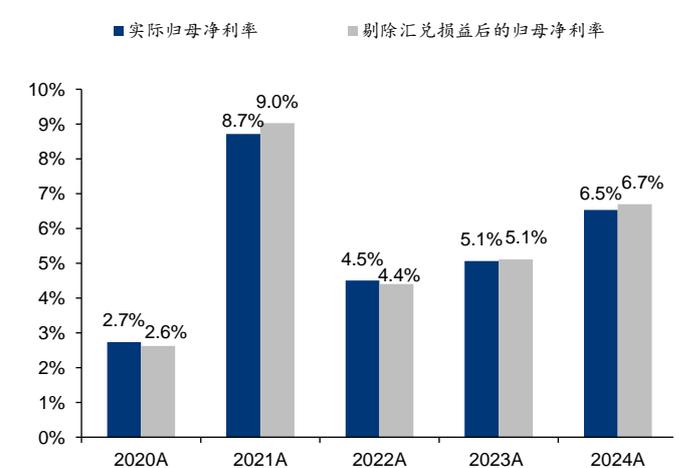
汇兑损益对公司经营影响较小。公司同时从事烟叶等产品的进口和出口业务，业务贸易方向的双向性本身就可对冲一部分外汇风险。此外，通过复盘 2020 年以来公司的汇兑损益情况及近五年来若剔除汇兑损益对公司归母净利润的影响，2020-2024 年调整后归母净利率分别为 2.6/9.0/4.4/5.1/6.7%，相较于实际归母净利率，偏差均不足 0.4%。

图表 15：2020-2024 中烟香港分红情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 16：2020-2024 中烟香港剔除汇兑损益影响前后的净利率对比



资料来源：公司公告，华泰研究

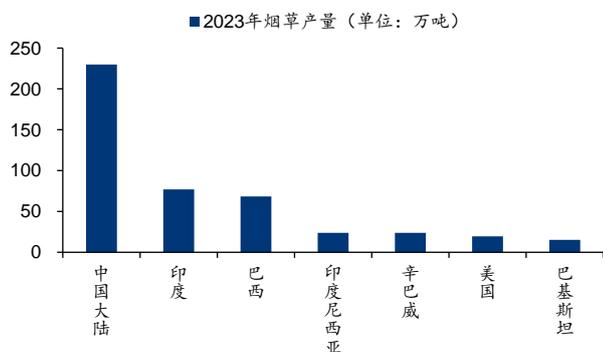
烟叶进出口：稳中有增压舱石，盈利能力逐步提升

行业：全球烟叶资源供需错配，中国进出口小幅增长

全球烟叶生产呈现明显的区域集中特征，中国以绝对优势位居全球产量第一。根据联合国粮食及农业组织（FAO）数据显示，2023年中国大陆烟草产量为229.67万吨，约为位居第二名的印度的产量的三倍、位居第六名的美国的产量的十二倍。这种烟叶生产的地理集中度催生了旺盛的国际贸易需求。

不同产区烟叶的风味特性差异是推动进出口需求产生的核心动力。巴西炎热的气候和充足的阳光使其所产烟叶以醇厚甜润著称，是高档卷烟必选原料，适合制作maduro雪茄；津巴布韦烟叶生长于全球同纬度独一无二的花岗岩砂壤土烟田，其色泽柔润、具有独特焦糖香气，被誉为“烟草黄金”；中国云南烟叶则以清香风格见长，烟味浓度较淡。烟草制造商倾向于使用特定产地的烟叶类产品，为各自的烟草产品带来特色鲜明的口感和风味，一个国家的国内烟叶类产品供应往往无法满足该国烟草制造商理想数量、规格、定价等商业因素需求，这种风味多样性的需求促使各国烟草企业通过全球采购实现产品风味优化，全球范围内的烟草资源也在进出口过程中得到了更优化配置。

图表17：2023年全球烟草产量分布



资料来源：联合国粮食及农业组织，华泰研究

图表18：温度/日照/水分/土壤等因素导致不同地区的烟叶品质差异



资料来源：方圆国际公众号，华泰研究

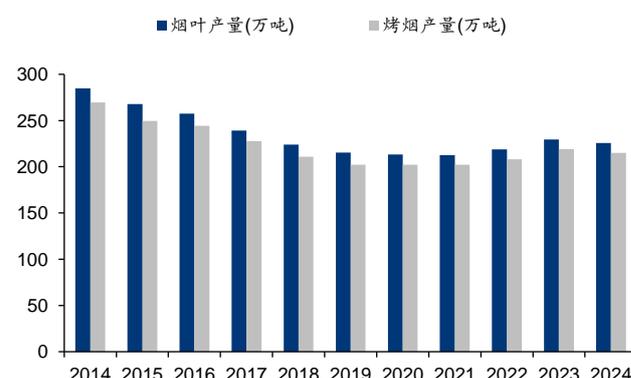
中国烟草种植量波动下降，总体稳定。我国是世界上最大的烟草生产国与消费国，烟草经济在国民经济中发挥着不可或缺的作用。在我国栽培的烟草中，烤烟是最主要的作物。国家统计局数据显示，2023年，全国烟叶播种108.4万公顷，烤烟播种104.3万公顷，分别同比+3.9%/+4.2%，烟叶产量229.67万吨，烤烟产量219.12万吨，分别同比+5.0%/+5.4%，规模微增。在全球控烟减害的趋势下，我国烟草种植量与产量整体下降，2014-2021连续8年保持负增长，2022-2023规模有所回升，但总体保持稳定。烟草农业总产值长期维持在600亿元左右，标志着烟草生产活动稳定支撑社会经济，有序发展。

图表19：2014至2023年中国烟草作物种植情况



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表20：2014至2024年中国烟草作物生产情况

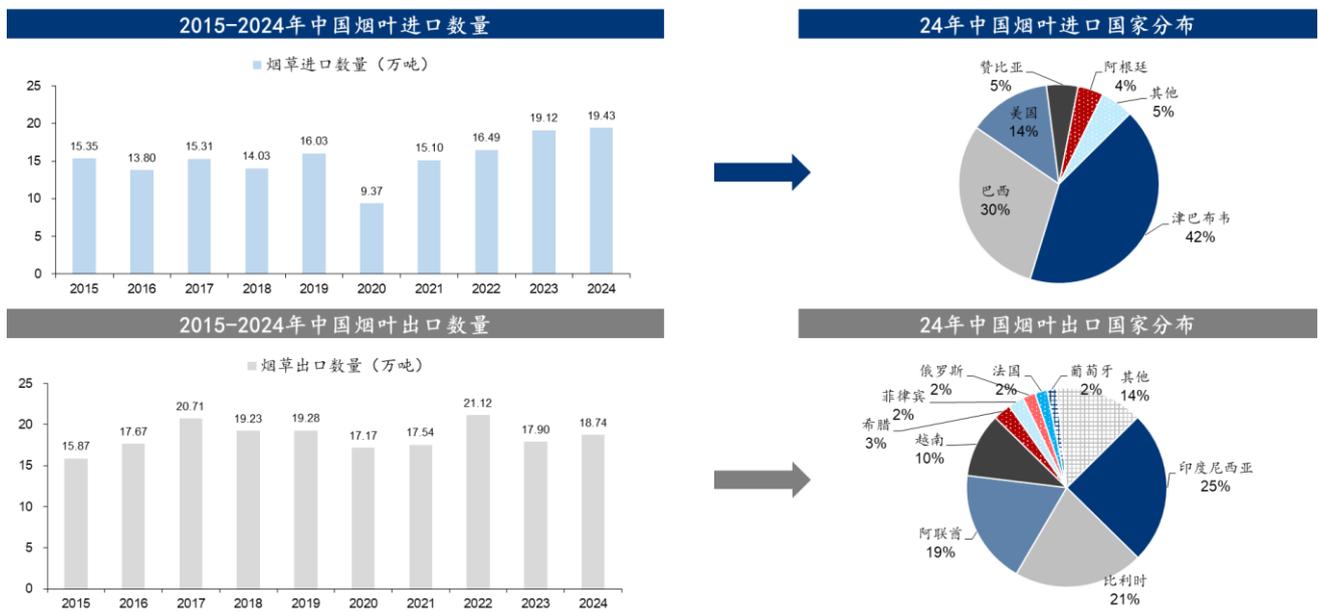


资料来源：国家统计局，华泰研究

中国烟草进口：2020 年以来稳健增长，南北美是主要源地。2020 年受全球公共安全卫生事件影响，我国烟草进口量严重下挫，仅 9.37 万吨。2020-2024 年，烟叶进口量从 9.37 快速回升至 19.43 万吨，期间 CAGR 达 20%。从进口的国别分布看，津巴布韦、巴西、美国是主要烟叶进口源地，合计份额近 90%，分布情况与高端烟叶产地基本一致，其中津巴布韦以 42% 的市场份额位居第一。中国作为全世界最大的烟草消费国，庞大的吸烟人口催生了多样化的产品偏好和较高的质量需求。从优质产地进口的烟草能提供丰富的口味类型，是高端产品和创新型产品的必备原料，具备不可替代性，为烟叶进口量提供需求端支撑。

中国烟叶出口：2023 年以来贸易回升，目的地相对分散。2024 年，我国出口烟草 18.7 万吨，同比+5%。2015-2024 年间，烟草出口数量总体稳定在 15-21 万吨之间。我国烟草出口目的地相对分散，东南亚份额最大，其后是欧洲、中东地区。前三大出口目的地是印度尼西亚，比利时，阿联酋，2024 出口量分别占比 25%，21%，19%。随着一带一路的持续影响，以及世界各地烟草工业的逐步发展，中国烟草出口仍有较大的成长空间。

图表21：2015-2024 烟草出口额及 2024 年烟叶进出口国家分布



注：中国烟叶类进出口全国数据来自海关总署，1) 烟叶进口商品包括“部分或全部去梗的烤烟”(24012010)、“其他供吸用的烟草”(24012010)、“其他未去梗的烟草”(24011090)、“均化”或“再造”烟草”(24039100)；2) 烟叶出口商品包括“部分或全部去梗的烤烟”(24012010)、“其他供吸用的烟草”(24012010)、“其他未去梗的烟草”(24011090)、“烟草废料”(24013000)。

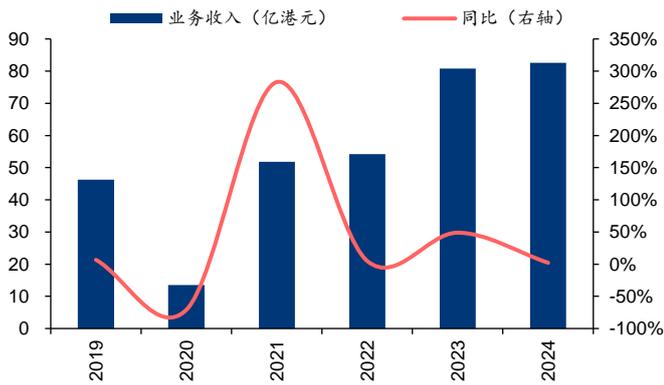
资料来源：海关总署，华泰研究

公司：并表增效实现毛利率突破，区域深耕与业务拓展并重

烟叶进口业务：公司烟叶进口业务近年来实现量价齐增。2019 年中烟香港烟叶进口业务收入实现 46.31 亿港元，2020 年受全球供应链中断冲击收入同比-71%至 13.51 亿港元，随后得益于巴西全产业链布局，进口业务开始复苏，从 2021 年的 51.78 亿港元逐年增长至 2024 年的 82.54 亿港元，核心动能来自巴西高等级烟叶占比提升。进口烟叶类产品主要在中国用于生产高端卷烟，因此在中国吸烟者的消费升级推动下，进口烟叶类产品的需求预计将因中国高端卷烟需求的增加而进一步提升。

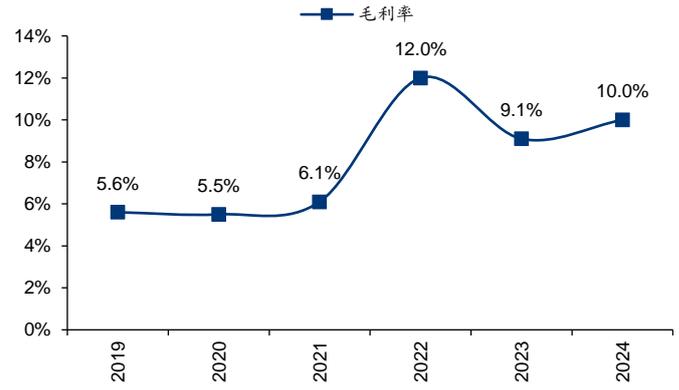
烟叶进口业务毛利率方面，2019-2021 年中烟香港烟叶进口业务毛利率长期稳定于 6% 左右，反映了固定加价模式下收益刚性；2022 年跃升至 12%，主因巴西全产业链整合红利释放；2023 年以来毛利率回调至 10% 左右水平，主要系天气等因素影响下巴西烟叶产量下行、全球通胀推升巴西人工/农资成本上升，伴随天气恢复下产销再平衡，后续毛利率有望继续提振。

图表22: 中烟香港烟叶进口业务收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

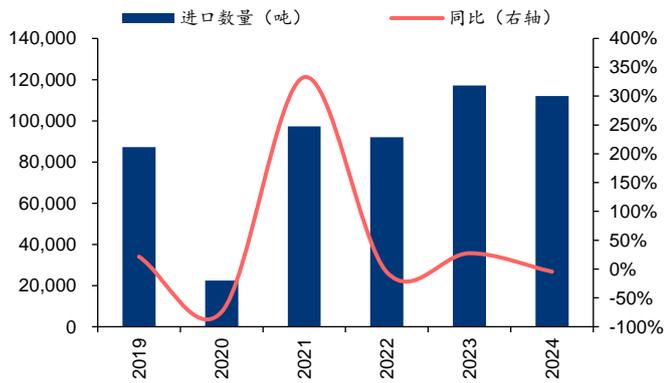
图表23: 中烟香港烟叶进口业务毛利率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

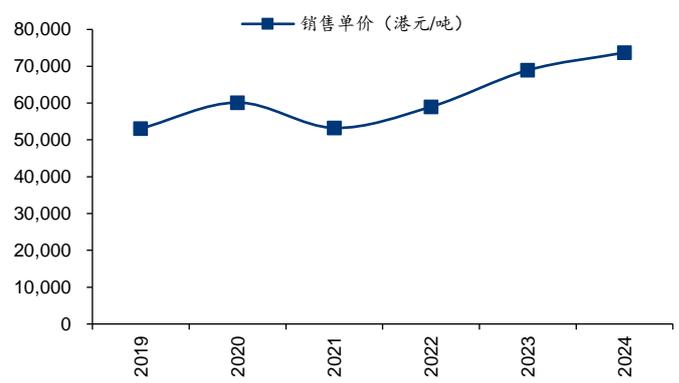
拆分量价看, 1) 量: 2021年业务恢复以来, 烟叶进口量保持在10万吨左右水平, 2024年中烟香港烟叶进口量为11.2万吨/同比-5%; 展望未来, 公司烟叶进口量有望以稳中有增为基调, 保证供应安全。2) 价: 2021年以来烟叶进口业务销售单价不断提高, 从2021年的5.3万港元/吨逐年增长至2024年的7.4万港元/吨, 价格攀升主因高等级烟叶结构性放量及全球通胀传导, 及公司供应链议价能力提升。展望未来, 巴西区域天气恢复, 预期产量将陆续恢复, 进而优化公司毛利率。

图表24: 中烟香港烟叶类产品进口数量



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表25: 中烟香港烟叶进口业务销售单价

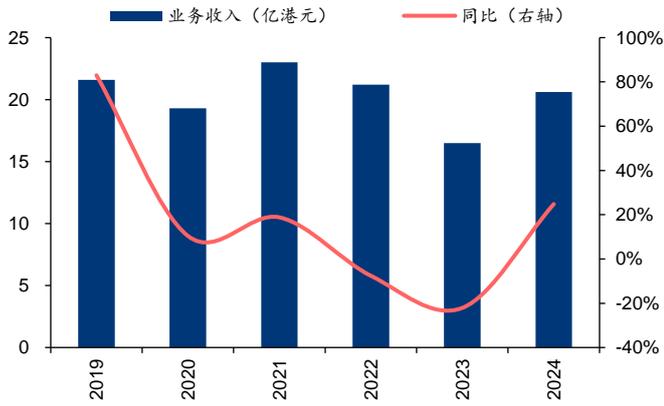


资料来源: 公司公告, 华泰研究

烟叶出口业务: 深耕独家经营区域, 积极拓展非独家市场。中烟香港积极发挥独家经营权优势, 深耕东南亚及港澳台地区市场, 尤其是东南亚作为世界第二大烟草产品消耗市场, 为中国烟草产品及公司提供了较大的市场潜力; 同时由于烟叶类产品出口业务的若干潜在客户位于欧洲地区, 因此公司于2023年8月订立烟叶类产品出口框架协议(非独家经营区域), 宣布将向中国烟草云南进出口有限公司采购烟叶类产品作为公司于欧洲地区的烟叶类产品出口业务的一部分。凭借在全球烟叶贸易中的定价权与渠道控制力, 中烟香港从规模扩张转向精细化运营。

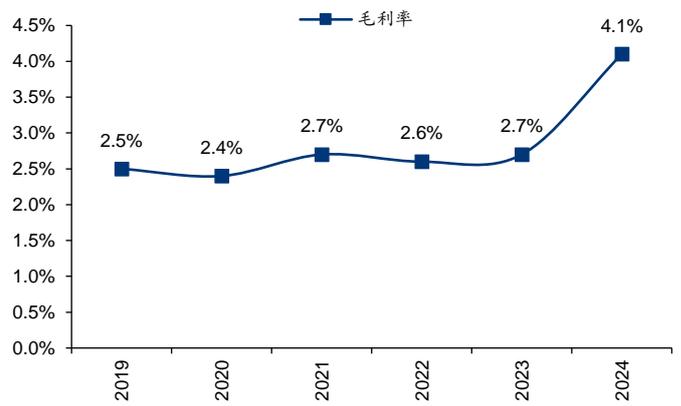
烟叶出口业务营业恢复增长, 受益提价、毛利率突破4%。2024年公司烟叶出口业务实现营收20.61亿港元/同比+25%, 为近三年业务首次增长, 主要得益于独家经营区域需求量恢复, 以及公司通过中枢控价机制调整出口结构、绑定核心客户等策略初见成效。利润端, 2019-2023年业务毛利率整体维持在2.4%-3.1%区间, 2024年实现突破达到4.1%, 主要系全球优质烟草供应稀缺背景下, 2024年公司优化定价策略, 增强对供需两端的议价力度, 因而毛利率首次跳出4%限制。

图表26: 中烟香港烟叶出口业务收入



资料来源: 公司公告、华泰研究

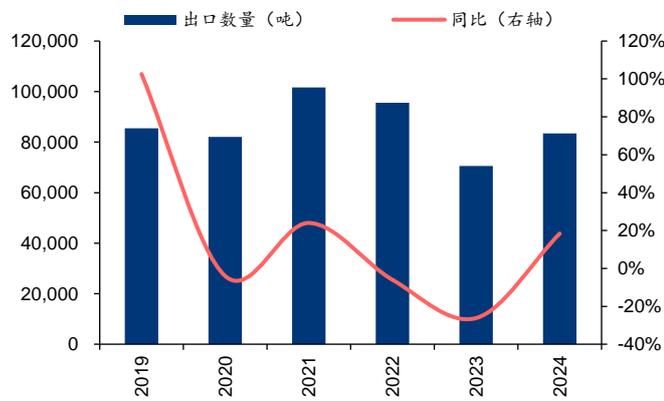
图表27: 中烟香港烟叶出口业务毛利率



资料来源: 公司公告、华泰研究

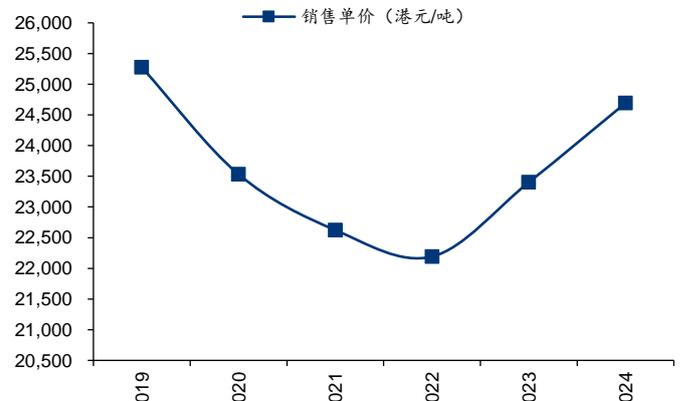
拆分量价看, 1) 量: 烟叶类产品出口量变化与“中枢控价+政策壁垒”的商业模式深度绑定, 2024年烟叶出口量 83,468 吨, 同比增长 18%, 公司紧抓国际市场对烟叶需求增加契机, 积极组织适销货源, 使烟叶类产品出口数量同比录得增长, 印证了中烟香港通过协议价锁定核心客户、拓展高溢价品类等策略的有效性。2) 价: 出口业务的销售单价在 2019 至 2024 年经历先降后升的历程, 2024 年出口业务销售单价同比+5.4%至 2.47 万港元/吨, 主要得益于公司通过协议价动态调整、高附加值品类占比提升, 驱动销售单价提升。

图表28: 中烟香港烟叶类产品出口数量



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表29: 中烟香港烟叶出口业务销售单价



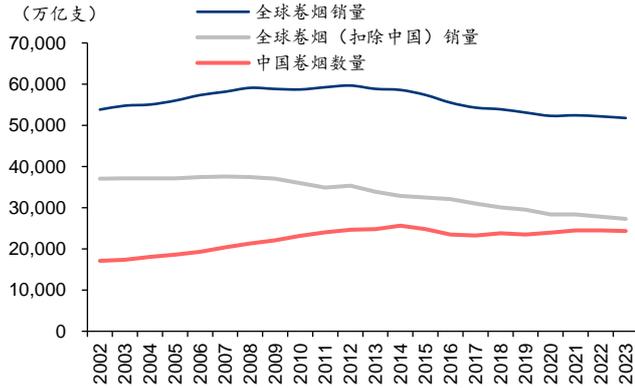
资料来源: 公司公告、华泰研究

卷烟出口：业务持续拓展，自营比例提升优化盈利能力

行业：全球市场面临结构性调整，免税渠道为出口增长极

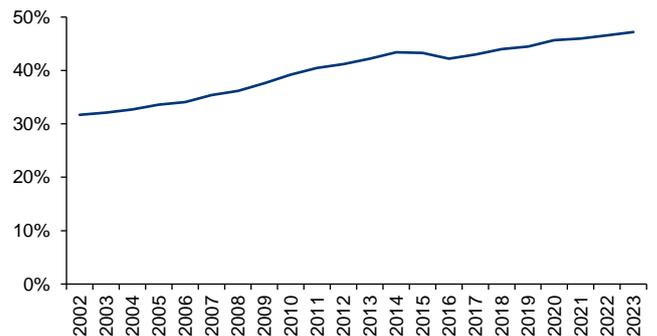
当前全球传统烟草行业正面临结构性下滑。根据新探健康发展研究中心《2023年中国控烟观察——民间视角》报告（24年8月发布），全球卷烟销量从2003年的5.48万亿支下降到2023年的5.18万亿支，期间CAGR为-0.3%，中国以外地区的卷烟销量期间CAGR为-1.5%。而与传统烟草的低速相比，新型烟草制品市场正迅速崛起，这种替代效应在发达国家尤为明显，全球卷烟市场亟需进行结构性调整。

图表30：2003年以来全球卷烟销售情况



资料来源：《2023年中国控烟观察——民间视角》报告（新探健康发展研究中心，2024年8月发布），华泰研究

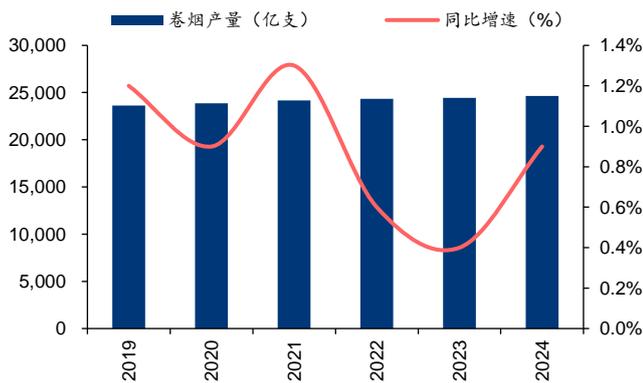
图表31：2003年以来中国卷烟销量占全球卷烟销量比例 (%)



资料来源：《2023年中国控烟观察——民间视角》报告（新探健康发展研究中心，2024年8月发布），华泰研究

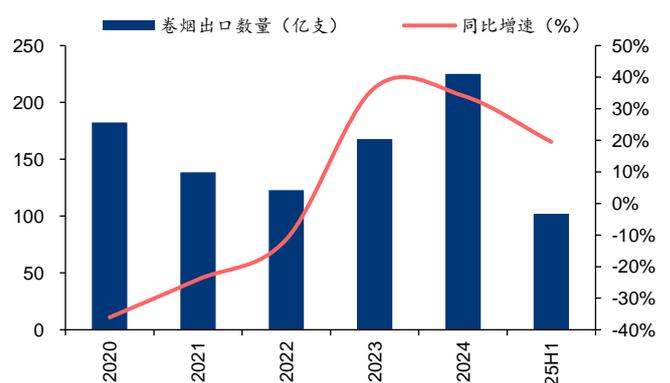
中国卷烟产量相对平稳，但出口量占比较低，国际化空间广阔。根据国家统计局数据，2024年我国卷烟产量累计约为24654.6亿支，同比增长0.9%。出口方面，据海关总署数据，2024年中国卷烟出口225.2亿支，同比增长34.1%，按照出口量及全国产量计算，2024年我国卷烟出口量占总产量的比重不足1%，国际化发展进程尚属于初期。2025年上半年中国出口102亿支，同比增长19.5%，仍保持较快增长，我们认为，伴随免税市场客流提升及有税市场的积极拓展，中国卷烟国际化空间仍广阔。

图表32：中国卷烟产量及同比增速变化



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表33：中国卷烟出口数量及同比增速变化



注：商品名称为“烟草制的卷烟”（对应海关编码24022000）
资料来源：海关总署，华泰研究

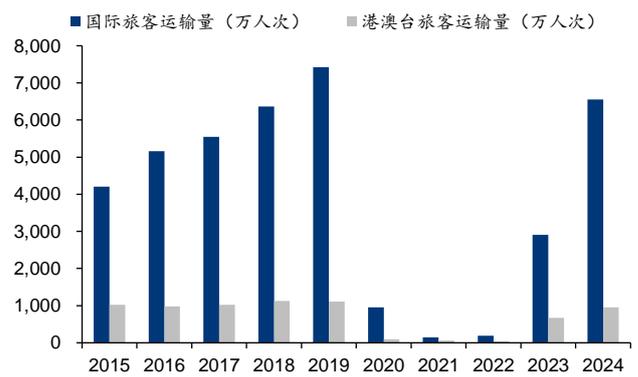
出境游恢复推动免税渠道恢复，推动卷烟出口业务恢复。中国出口的免税卷烟主要在海外以及中国境内关外地区的免税店出售，并由中国出境游客购买。2020年受公共卫生事件影响，出境游受挫，免税店有暂停或缩短营业时间的现象。2023年以来，出境游快速回暖，带动卷烟免税渠道销售的恢复。根据民航局数据，1Q25国际客运航班量已恢复至2019年的83.9%。从出游目的地来看，东南亚及中国港澳地区仍是热门目的地，其中越南电子签证审核时间持续缩短至最快三小时出签，并针对中国市场推出15天免签政策，有效拉动游客增长。

图表34：2015年以来我国居民出境人次



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表35：2015年以来国际及港台旅客运输量



资料来源：中国民用航空局《民航行业发展统计公报》，华泰研究

把握战略机遇，中国卷烟积极开拓“一带一路”卷烟市场。2015年4月中国发起“一带一路”倡议，贯穿亚洲、欧洲、非洲三大板块，沿线覆盖65个国家和地区，是全球最长、发展潜力巨大的经济合作带。2017年12月，国家烟草专卖局印发《烟草行业参与“一带一路”建设实施“走出去”发展战略工作方案》，要求行业积极参与“一带一路”建设，大力拓展“一带一路”沿线卷烟市场并在全球范围内进一步优化烟叶资源配置。我们认为“一带一路”卷烟市场空间广阔，其中东南亚11国吸烟人口众多、西亚当地卷烟工业欠发达主要依赖进口，都是中国卷烟产品出口重要的机会市场。

图表36：“一带一路”沿线国家卷烟市场特征分析

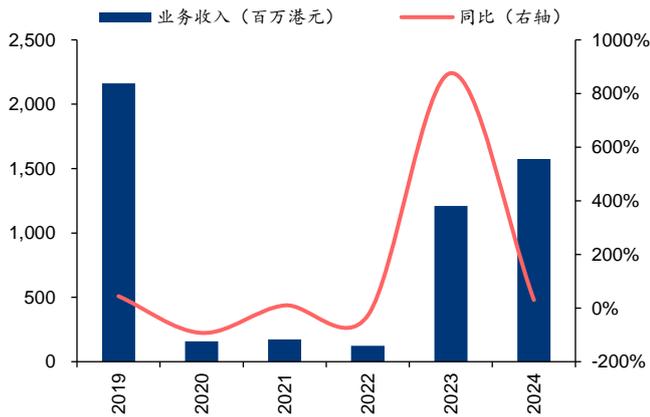
区域	数量	国家名称	卷烟市场特点
东南亚	11	新加坡、文莱、东帝汶、泰国、马来西亚、印度尼西亚、缅甸、柬埔寨、老挝、越南、菲律宾	1) 东南亚各国吸烟人口众多，烟叶资源丰富，卷烟消费存在增长空间 2) 除新加坡、马来西亚和菲律宾市场在四大跨国烟草公司市场占有率较高外，其他国家的烟草市场竞争格局多元 3) 本地烟草企业虽发展较落后，但受政策保护等影响，国内市场占有率较高，中国烟草海外投资环境较好
西亚与北非	18	以色列、土耳其、巴林、伊拉克、叙利亚、埃及、卡塔尔、阿联酋、伊朗、巴勒斯坦、阿富汗、沙特阿拉伯、约旦、阿塞拜疆、科威特、也门、阿曼、黎巴嫩	1) 西亚地理优势明显，中国在此务工人员众多，是中式卷烟出口的重要潜在市场 2) 西亚当地卷烟工业欠发达，卷烟消费大量依靠进口，年轻吸烟群体迅速增长，市场进入难度较低 3) 多数非洲国家与中国关系亲密
南亚	7	巴基斯坦、斯里兰卡、孟加拉国、印度、尼泊尔、马尔代夫、不丹	1) 南亚人口众多且密集的地域之一，吸烟人口众多 2) 本地烟草企业市场份额较大，是国际烟草公司竞争的重点地区
中亚及蒙古	6	哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦、土库曼斯坦、塔吉克斯坦、蒙古	1) 吸烟率普遍较高，市场主要被帝国品牌等跨国烟草集团占据
中东欧	22	俄罗斯、匈牙利、白俄罗斯、波兰、罗马尼亚、斯洛文尼亚、黑山、乌克兰、阿尔巴尼亚、捷克、保加利亚、爱沙尼亚、塞尔维亚、立陶宛、克罗地亚、斯洛伐克、亚美尼亚、摩尔多瓦、格鲁吉亚、拉脱维亚、波黑、马其顿	1) 中东欧属于经济发展程度较高的地区，卷烟市场稳定，品类齐全 2) 本地区国家对烟草控制制度较高，卷烟市场被四大跨国公司占据，进入难度较高

资料来源：中国经济网，华泰研究

公司：免税渠道恢复，有税市场拓展，自营比例提升

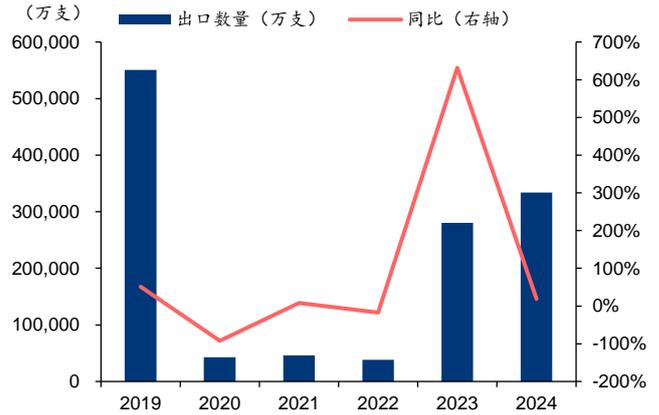
免税渠道持续恢复：中烟香港免税卷烟出口业务持续复苏。2020-2022年，受公共卫生事件影响，公司卷烟出口业务收入从2019年的21.6亿港元锐减至1~2亿港元水平，2019-2022年收入CAGR为-61.4%。2023年以来，受益于出境游热度回升，公司经营区域内免税店消费客流持续增加，业务迅速恢复快速，2023/2024年卷烟出口业务收入分别为12.09/15.74亿港元。从销售数量看，2024年卷烟出口数量恢复至33.4亿只，但仍未恢复至2019年前后高点，我们认为核心免税店业务在未来两年仍将延续修复态势，带动公司免税渠道销量恢复。

图表37：中烟香港卷烟出口业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表38：中烟香港卷烟出口数量



资料来源：公司公告，华泰研究

积极拓展有税市场：公司积极拓展有税卷烟市场，推动产品结构升级。2023年以来，中烟香港积极开拓卷烟销售的有税市场（如柬埔寨、中东等地）。2024年4月，中烟香港与四川中烟工业公司签订《“长城”雪茄战略合作备忘录》，双方约定发挥各自优势加快拓展“长城”雪茄产品海外市场；2024年7月，中烟香港和四川中烟签署「长城」雪茄在3个境外市场（泰国、新加坡、中国香港和澳门）的独家经销协议；2025年7月，中烟香港和四川中烟又进一步签订「长城」雪茄全球市场独家经销协议。2024年末，四川中烟携手中烟香港等分别在香港、澳门举办新品发布会，共发布5款“长城”品牌高端手工雪茄新品。截至2024年，公司在香港、澳门、柬埔寨共拥有4家店铺，销售雪茄及卷烟品牌。产品结构持续优化提升出口均价，强化供应链精益化管理，驱动业务可持续增长。

图表39：2024年末长城推出的5款高端手工雪茄新品

长城（国礼1号典藏·澳门回归25周年纪念版）	长城（蛇年生肖·盘蛇限量款）	长城（圣路易斯限定款Ganonzazo）	长城（揽胜1号官陈版）	长城（揽胜3号官陈版）
<ul style="list-style-type: none"> 发行市场：澳门、香港 首发数量：2000支雪茄、100罐 建议零售价：52888港币/罐，40支 	<ul style="list-style-type: none"> 发行市场：澳门、香港 首发数量：首批1100盒，总发行2025盒 建议零售价：2880港币/盒，3×3支 	<ul style="list-style-type: none"> 发行市场：澳门 首发数量：10000支雪茄、1000罐 建议零售价：3980港币/罐，10支 	<ul style="list-style-type: none"> 发行市场：澳门、香港 首发数量：2000支雪茄、200盒 建议零售价：2680港币/盒，10支 	<ul style="list-style-type: none"> 发行市场：澳门、香港 首发数量：8000支雪茄、800盒 建议零售价：1880港币/盒，10支

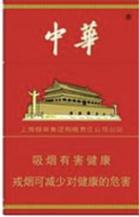
资料来源：烟草在线，华泰研究

自营比例提升带动卷烟出口业务毛利率优化。公司上市之初主要采取经销模式，将卷烟产品直接以固定加价比例卖给经销商进行销售，上市以来中烟香港持续提升直营占比，从而提升渠道管理能力及盈利能力。近年来，随着有税渠道拓展、自营比例提升和产品结构升级，卷烟业务的均价和毛利率均向上，2024年卷烟出口均价0.47元/支，同比+9.3%，业务毛利率17.6%/同比+4.1pct。

图表40：2024 年度卷烟出口业务前五大品牌及前五大品规

本年度前五大品牌：中华、南京、玉溪、芙蓉王、黄鹤楼

本年度前五大品规



中华
(硬)



南京
(炫赫门SSWJ)



中华
(软)



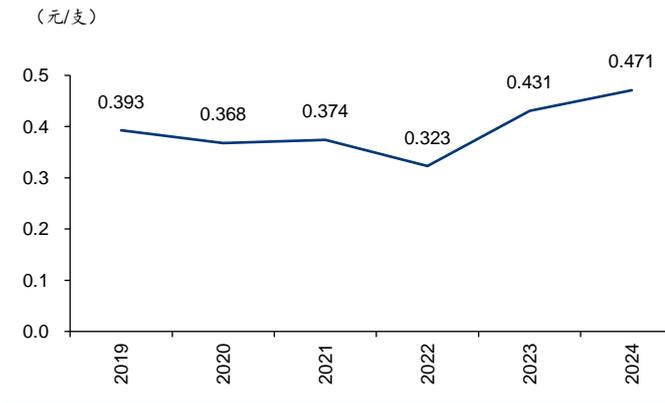
红双喜
(硬)



玉溪
(硬)

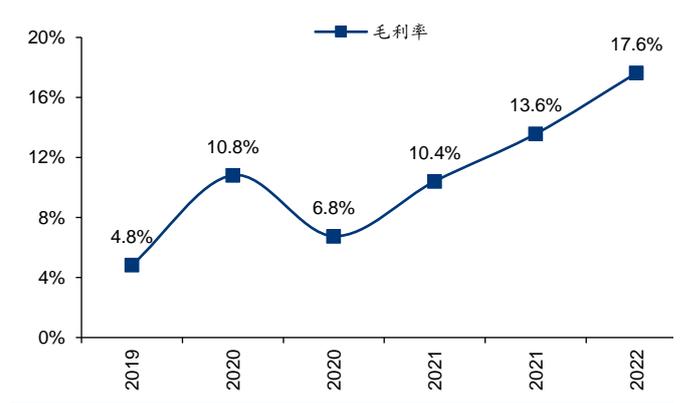
资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：中烟香港卷烟出口均价



资料来源：公司公告，华泰研究

图表42：中烟香港卷烟出口业务毛利率

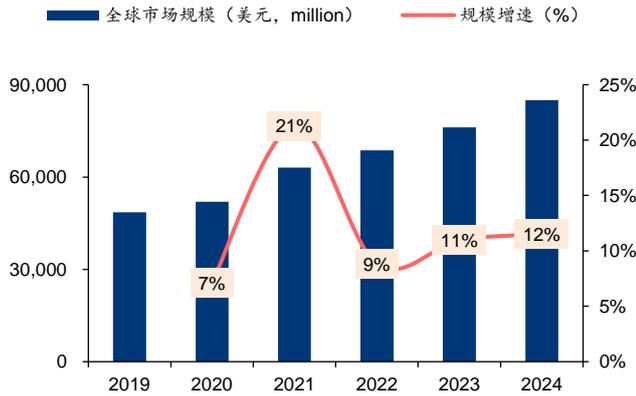


资料来源：公司公告，华泰研究

新型烟草：积极布局 HNB，错位竞争，积蓄力量

新型烟草市场规模快速增加，发展形势良好。按照吸入方式和原材料，新型烟草主要分为四类：纯尼古丁基加热产品（雾化电子烟），纯尼古丁基不加热产品（口含烟、尼古丁口香糖），烟草基加热产品（HNB），以及烟草基不加热产品（咀嚼烟草、鼻吸烟草）。作为一项全球新兴业务，新型烟草具备较大的传统烟民转化潜力。根据欧睿数据，2024 年新型烟草制品市场规模达 849.3 亿美元/同比+12%。2022-2024 年，新型烟草市场规模长期保持每年约 10% 的增速，赛道高景气、稳健增长。

图表43：2019-2024 全球新型烟草制品市场规模



资料来源：欧睿数据，华泰研究

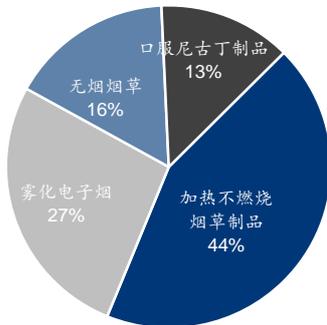
图表44：新型烟草制品分类



资料来源：维思雾化出海公众号，华泰研究

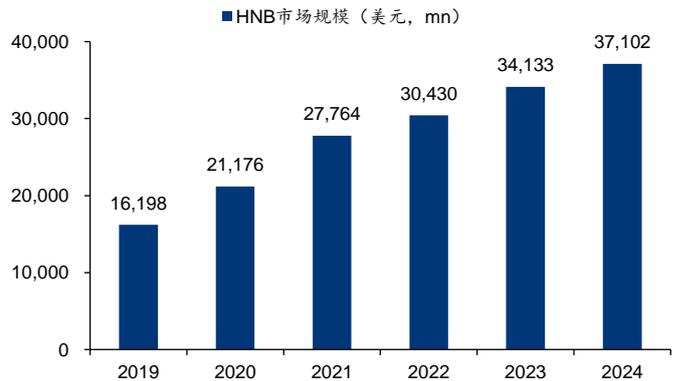
HNB 是新型烟草市场主流产品之一，欧洲及东亚为主要市场。HNB (Heat - not - burn)，即加热不燃烧产品，口味与传统卷烟最接近。该品类在国内尚未放开，是完全的出海型业务。长期以来，HNB 都是新型烟草制品中占比最大的产品。2024 年，HNB 产品的市场规模占新型烟草产品的 44%。HNB 的主要市场为亚太和东西欧地区，日本，意大利，俄罗斯，韩国，德国，波兰，和捷克七国 24 年市场规模达到 263 亿美元，占全球市场的 68%（欧睿数据）。随着近年来 HNB 产品力不断提升，带动烟民转化和渗透率向上，根据欧睿数据，2024 年 HNB 全球市场规模达 371 亿美元，2019-2024 年期间 CAGR 达 18%。

图表45：2024 年全球新兴烟草制品市场规模分布



资料来源：欧睿数据，华泰研究

图表46：全球 HNB 市场规模

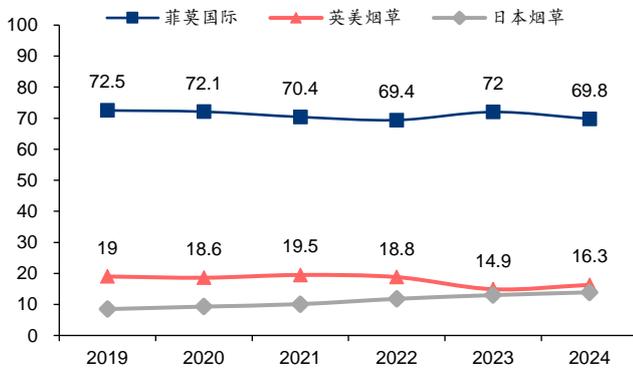


资料来源：欧睿数据，华泰研究

国际巨头表现强势，菲莫国际占据 HNB 市场 75%+ 份额，英美烟草次之。2011 年起，菲莫国际就着手布局新型烟草市场，2014 年即推出 IQOS 产品，先发优势明显。在全球 HNB 市场中，菲莫国际长期处于垄断地位，在日本、意大利，俄罗斯市场的占有率均保持在 65% 以上。据公司公告，2024 年，菲莫国际的烟弹出货量达 1397 亿支，占全球 HNB 市场的 75%+。2024 年 11 月，英美烟草 (BAT) 的全新产品 Glo Hilo 系列正式推出，并在塞尔维亚

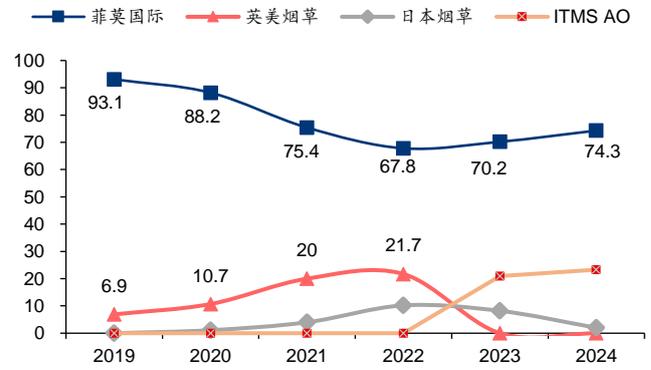
亚试销售。Hilo 产品的性能在多方面胜过市场主流产品，预热方便，充电较快，抽吸时间长，风味浓郁。根据 Glo 官网，BAT 旗下 Hilo 系列产品已于今年 6 月 9 日登陆日本市场。BAT 积极推出 HNB 新品，一方面印证国际烟草巨头对 HNB 赛道长期发展前景的认可，另一方面也将在竞争维度加速产品迭代，有望加速市场教育、推动品类渗透率进一步提升。

图表47: 日本 HNB 市场占有率



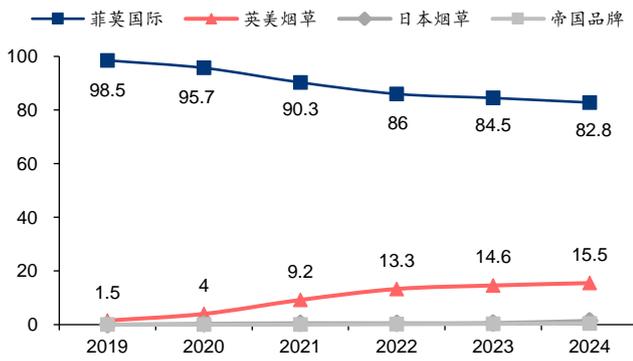
资料来源: 欧睿数据, 华泰研究

图表48: 俄罗斯 HNB 市场占有率



资料来源: 欧睿数据, 华泰研究

图表49: 意大利 HNB 市场占有率



资料来源: 欧睿数据, 华泰研究

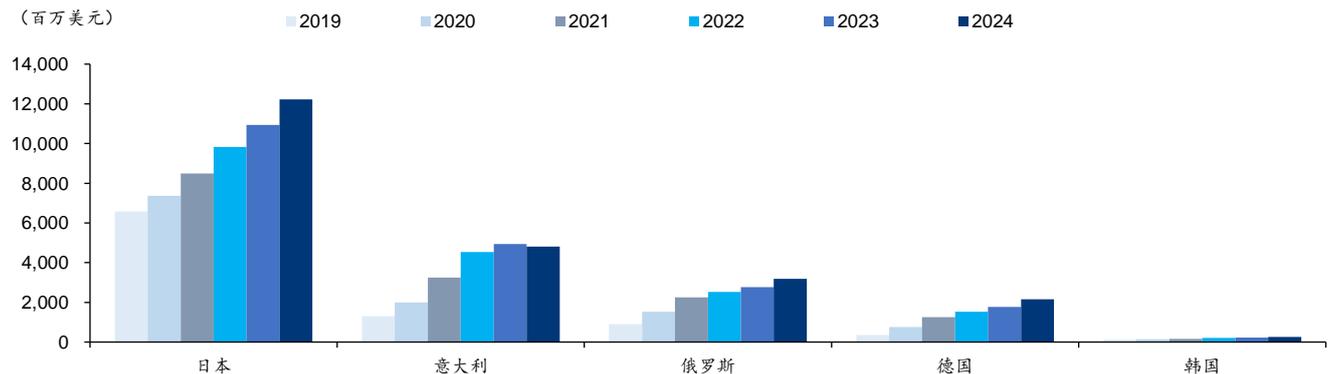
图表50: 英美烟草推出的 HNB 产品 HILO 系列



资料来源: 公司官网, 华泰研究

监管政策差异化发展，市场发展情况区别较大。目前不同地区的对 HNB 产品的政策存在差异，日本和韩国的法律环境相对宽松，HNB 被视同为卷烟产品，监管方式一致，允许正常销售流通，为 HNB 创造了良好的市场条件。根据欧睿数据，2024 年日本/意大利/俄罗斯为 HNB 规模前三大市场，2024 年市场规模分别为 122.2/48.1/31.8 亿美元。美国对 HNB 的监管较为严格，产品上市需经 FDA 审核，目前 HNB 市场规模比较有限（24 年市场规模不到 1 亿美元）。整体来看，全球各国对 HNB 的监管逐渐趋向明确，结合烟草减害的行业趋势，HNB 市场仍颇具潜力。

图表51: HNB 产品在主要销售国的销售规模



资料来源: 欧睿, 华泰研究

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

平台定位稀缺性，品牌独家授权形成垄断优势，新型烟草出口业务稳健增长。中烟香港作为中烟国际业务拓展的指定平台，依托中烟集团获得多个新型烟草品牌的独家授权，从2018年5月开始从事新型烟草制品出口业务，并具备一定的垄断优势。2020年，中烟香港新型烟草业务实现营收0.4亿港元，业务初具规模；2021年迎来快速增长，同比增速创历史新高，主要得益于HNB产品在欧洲及东亚市场的迅速普及；2022-2024年虽增速有所放缓但仍保持强劲势头，收入规模从1.1亿提升至1.35亿港元。

图表52：2018年中烟香港新型烟草出口业务拆分

名称	收入 (百万港元)	销量 (百万支)	平均售价 (港元/支)	收入占新 型烟草制 品出口收 入比重
MC	9.37	28.5	0.33	55.4%
娇子 (宽窄)	5.46	16.0	0.34	32.3%
COO	2.01	10.2	0.20	11.9%
MU+	0.06	0.15	0.41	0.4%

资料来源：公司招股说明书，华泰研究

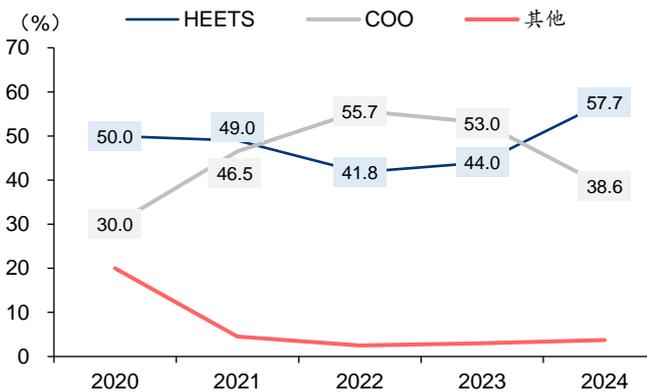
图表53：中烟香港新型烟草产品图



资料来源：公司招股说明书，华泰研究

重点聚焦 HNB，与国际烟草巨头错位竞争。在新型烟草领域，公司重点聚焦 HNB 销售业务，公司拥有全球独家经营权，但当前市场端重点聚焦东南亚、中东、东欧等区域，PMI等大烟草公司在上述区域相对不强势。同时中烟香港所销售的产品更具性价比，公司借助定价和销售渠道差异化同国际主要对手形成错位竞争。以菲律宾市场为例，2024年 PMI 旗下的 HEETS 和湖北中烟工业有限公司旗下的 COO 两大品牌分别占据 57.7/38.6% 的市场份额（欧睿数据）。中烟香港在上述区域聚焦重点品牌培育发展，深挖市场渠道增量空间，重点市场、重点客户订单增加，从而实现收入稳增。

图表54：菲律宾 HNB 市场占有率



资料来源：欧睿，华泰研究

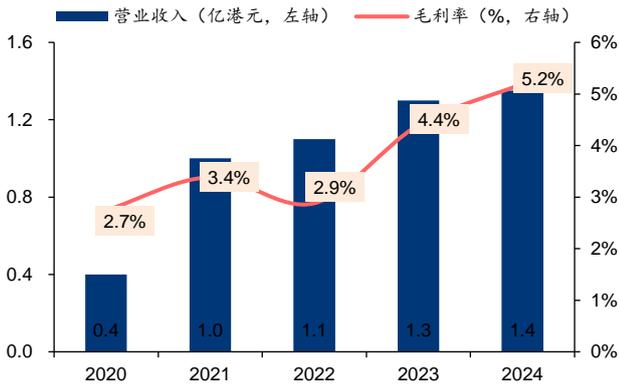
图表55：东南亚各国对 HNB 及电子烟的监管政策（截至 2025/8/4）

监管态度	国家
合法，允许销售	印度尼西亚、马来西亚、菲律宾
未明确许可或禁止	柬埔寨
违法，禁止销售	泰国、老挝、缅甸、文莱、越南

资料来源：Tobacco Asia 官网，华泰研究

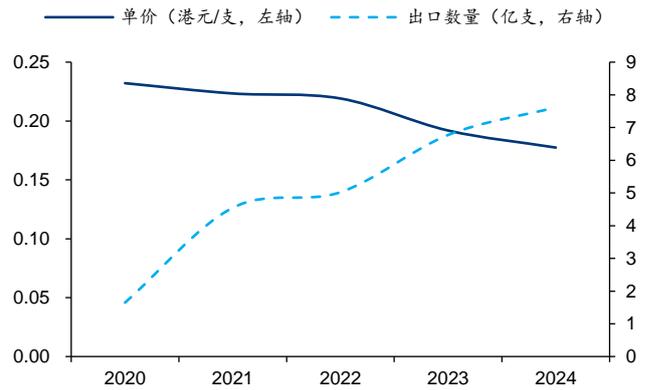
拆分量价看：1) 出口规模持续扩张。2020-2024年，新型烟草出口量从1.6亿支逐年增长至7.6亿支，期间CAGR为+46.6%。2) 售价有所走低。新型烟草出口产品的平均售价在2020-2024年期间持续走低，从每支0.2321逐步下降至0.1774港元，五年间价格累计下跌23.56%，主要系新兴市场消费结构变化。短期看，销量仍为支持新型烟草业务增长的主要来源，预计随着高附加值产品比重的提升以及在欧洲高端市场可能取得的突破，产品均价的下行趋势有望得到缓解。此外，公司持续优化经营模式，丰富品规组合，完善定价策略，在均价有所下行的背景下，毛利率仍实现稳步提升。

图表56：中烟香港新型烟草出口业务营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

图表57：中烟香港新型烟草出口量价变化



资料来源：公司公告，华泰研究

技术路线上，国产 HNB 产品逐步受到市场认可，专利证明创新能力。中国烟草企业在 HNB 领域取得重要成果，以四川中烟、云南中烟和广东中烟为代表的企业在技术研发和市场拓展方面位居行业前列。据前瞻产业研究院数据，截至 2019 年年底，我国已有加热不燃烧烟相关专利 9,278 个，充分体现了创新能力。当前，中国制造的 HNB 产品在国际市场上表现突出，受到众多国际烟草贸易商的认可，出口业务保持快速增长势头。

图表58：中烟香港销售的 HNB 代表性品牌和产品

公司	代表产品	图片	相关内容
四川中烟	宽窄		子弹头设计，采用四段式结构，包含紧凑滤嘴、隔热内衬、镂空纸管及加热式烟草薄片。口感浓郁，散发特殊香气，入喉略带沙砾感但肺部无不适，约六七次抽吸后烟雾浓度逐渐降低。
云南中烟	MC		通过精准温控实现无烟灰体验，其核心系统能有效分解烟草物质，经检测证实可减少 95% 以上有害成分释放。
广东中烟	MU+		采用复合配方的烟草基质，突破传统单一原料限制，显著提升烟气品质的稳定性和层次感。
湖北中烟	COO		包含 MOK 加热设备及 COO 专用烟弹。COO 烟支运用非均匀混合烟丝工艺和缓释风味技术，优化了烟气层次感，使吸食体验更加细腻柔和。
黑龙江中烟	LOPATO		通过独立电池舱设计实现长效供电，满电状态下可持续满足 20 次烟弹替换需求。

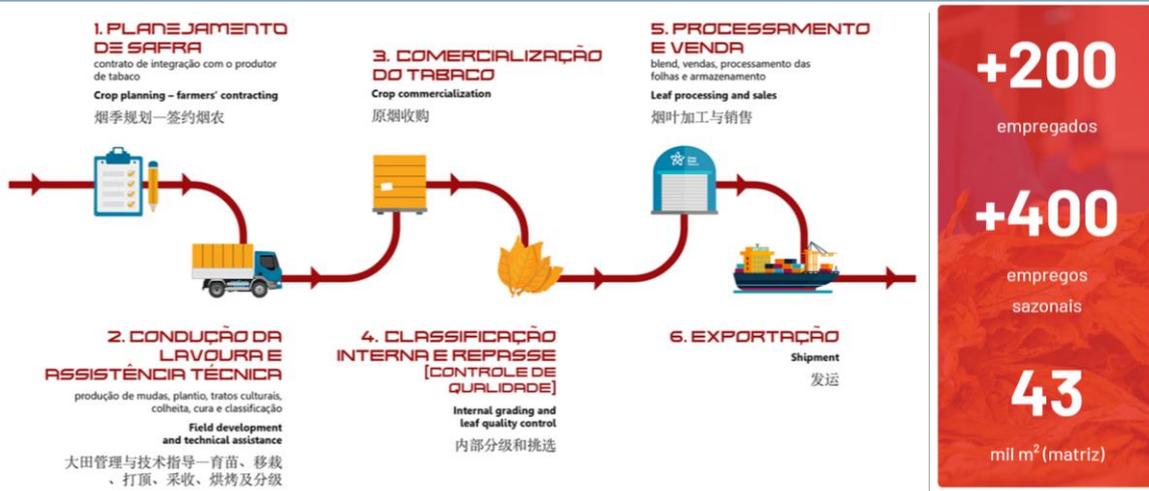
资料来源：公司招股书，烟刻公众号，华泰研究

巴西经营：收购成功范例，从进出口贸易向实体化转型

战略性收购中巴公司，迈出资本整合第一步。2021年9月，中烟香港与中烟国际签订配额购买协议，约定公司以6340万美元收购中烟国际巴西有限公司，并获得其旗下核心资产——在巴西烟叶市场经营多年的中巴烟草出口股份有限公司（CBT，简称为中巴公司）。

中巴公司一体化烟叶生产体系，推动中烟香港向产业链上游延伸。巴西当地采用的是“公司+农户”一体化烟叶生产体系，即烟草公司签约烟农，并负责先期农用物资资金支持、种植技术指导 and 全等级收购，通过公司内部分级以后，再进行复烤加工以及市场销售。巴西市场烟农基础好、烟叶生产规模稳定，但进入门槛较高，为此中烟巴西于2011年同联一巴西公司设立合资公司——中巴公司，中烟巴西和联一巴西分别持股51%、49%。借助合资方资源，中巴公司拥有了大量优质农户负责种植，并得以顺利开展烟叶采购、加工、销售及出口等工作。在收购以前，中巴公司是中烟香港重要的烟叶供应商，本次收购成功帮助公司从传统贸易商转型成为产业链主导者，业务覆盖从生产端到销售端的各个环节，充分利用了占中国烟叶进口量30%的巴西核心产区资源（海关总署数据），实现对上游种植环节覆盖，强化了中烟香港在南美烟叶产区的资源掌控力。根据中烟香港官网，中巴公司已拥有超过2万户签约农户，每年原烟收购数量超过6万吨，销售市场和客户范围广泛。

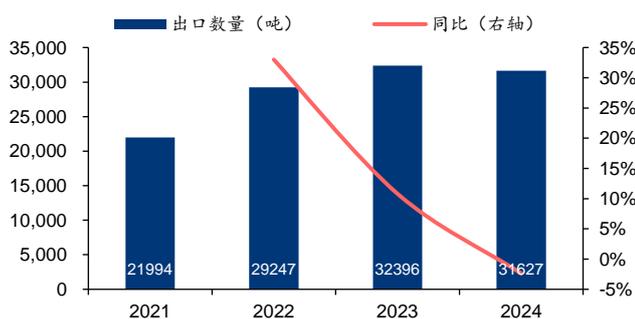
图表59：中巴公司实行一体化烟草生产体系



资料来源：中巴公司（CBT）官网，华泰研究

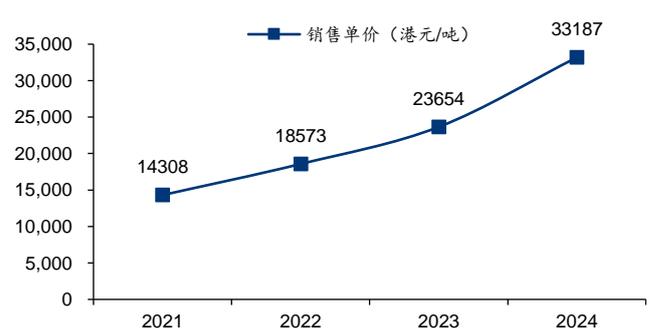
拆分量价看：1)量：2021至2023年间，中烟巴西（含CBT）的烟叶出口量稳步上升，从2.2万吨增至3.24万吨，三年间增长47%，充分体现了收购后供应链协同效应的释放。2024年出口量同比小幅回落2%，主要系巴西产区上半年适销货源紧缺所致。2)价：中烟巴西（含CBT）烟叶出口价格在2021至2024年显著上涨，从每吨14,308港元增长至33,187港元，期间CAGR+32.3%，主要得益于中烟香港对巴西烟叶产业链的高效整合、高售价的片烟占比持续提升，以及国际市场的行情变化。

图表60：中烟巴西（含CBT）出口烟叶产品数量



资料来源：公司公告，华泰研究

图表61：中烟巴西（含CBT）出口烟叶产品销售单价



资料来源：公司公告，华泰研究

资本运作：存量整合拓宽护城河，跨境并购加速一体化

业务扩张空间充裕，上市体系外仍有大量优质资产。中烟香港在完成部分进出口业务整合后，仍保留了大量优质资产于上市体系之外。这种架构设计综合考量了政策合规、市场布局及资本运作等多方面因素。以津巴布韦烟叶采购业务为例，考虑到潜在的国际制裁风险，该业务由集团直接管理以规避上市公司的合规隐患。出口业务方面，集团保留了欧洲、北美等成熟市场以及军用、外交等特殊渠道的经营权。主要出于双重考量：1) 公司将东南亚等新兴市场定位为业务增长重点；2) 特殊渠道业务涉及复杂的政策和国家安全考量，更适合由集团统一管理。

图表62：2018年中烟香港与中烟公司旗下同类业务营收体量对比

业务分部	营运实体	经营范围	收入 (百万港元)
烟叶类产品	中烟香港	公司从津巴布韦以外的国家进口烟叶类产品	4338.4
进口业务	CNTC 集团 (1个中国烟草总公司旗下实体)	CNTC 集团从津巴布韦进口烟叶类产品	4009.3
烟叶类产品	中烟香港	公司向东南亚、台湾地区、香港及澳门独家出口烟叶类产品	1179.5
出口业务	CNTC 集团 (22个中国烟草总公司旗下实体)	CNTC 集团向公司经营地理区域以外的地区独家出口烟叶类产品	3694.4
卷烟出口业务	中烟香港	公司向泰国、新加坡、香港、澳门及中国境内关外地区的免税店出口卷烟	1497.8
	CNTC 集团 (17个中国烟草总公司旗下实体)	CNTC 集团向公司经营地区以外的其他地区的免税店出口卷烟。此外,CNTC 集团也 1) 出口卷烟以在船上及飞机上销售 (不论有关船舶或航班是否驶离或到达公司经营地理区域的港口或机场) 及 2) 出口军用及外交用卷烟 (不缴纳关税)	4725.6
新型烟草制品出口业务	中烟香港	公司向中国以外地区销售新型烟草制品	16.9

资料来源：公司招股书，弗若斯特沙利文，华泰研究

基于中烟香港的定位及业务构成，我们认为未来外延或将主要发生在两方面：

- 1) **进出口业务其他独家经营区域纳入上市公司**：根据 2024 年海关总署进出口数据，中烟香港烟叶进口、出口、卷烟出口业务，分别占全国进出口体量的 57.6%/44.5%/14.8%，仍有较大的增长空间。剩下的部分业务应在中烟国际体系内，未经上市显化。
- 2) **体系内其他境外子公司、体系外与公司业务发展相契合的标的资产收并购**：2021 年中烟香港从母公司处收购中烟巴西是一次成功的海外并购尝试。根据中国烟草杂志社主编并于 2021 年 4 月出版的《中国烟草年鉴 (2020)》，除中烟香港外，中烟国际有限公司在境外直接或间接投资设立多家全资、参股公司，包括中烟菲莫国际有限公司、中烟英美烟草国际有限公司等。在中烟国际体系外，亦存在与公司海外业务发展战略相契合的标的资产，主要是各省级中烟工业公司控股或参股的海外公司，如威尼斯集团有限公司、科伦印象有限责任公司等。中烟香港承载中烟资本市场运作和国际业务拓展的全球化战略使命，未来有望进行更多的海外并购，提升经营效率。

图表63：中烟国际和中烟系其他公司的境外资产梳理

中国烟草国际有限公司旗下驻外机构			中烟系统外卷烟生产和销售公司				
序号	公司	股权结构	所在地	序号	公司	股权结构	所在地
1	中烟国际中东公司	云南中烟参股	阿联酋	1	威尼烟集团有限公司	广东中烟工业有限责任公司占80%股份，亚细安国际有限公司占20%股份	柬埔寨
2	地牛线国际合资有限公司	云南中烟和帝国品牌公司合资运营	中国香港	2	金叶卷烟厂(澳门)有限公司	广东中烟工业有限责任公司、中国烟草总公司广东省公司、金叶(香港)烟草国际有限公司分别占股份的55%、26%、19%	中国澳门
3	中烟英美烟草国际有限公司	英美烟草与中国烟草合资运营	中国香港	3	中烟国际欧洲有限公司	安徽中烟股权占比61.58%，红塔集团占25.45%、陕西中烟 12.21%，外方丰佳国际集团LEMINKING 占0.76%	罗马尼亚
4	中烟国际(北美)股份有限公司		美国	4	蒙古烟草有限责任公司	中方资本占51% (陕西中烟工业有限责任公司41%、中国烟草总公司陕西省公司10%)，外方资本49% (蒙古阿哈穆德普平其公司30%、蒙古新大陆公司19%)	蒙古国
5	中烟国际阿根廷有限责任公司	云南中烟参股	阿根廷	5	老挝寮中红塔好运烟草有限公司	红塔集团股权占91%，沙湾万里进出口有限公司持股6%，老挝道沙湾有限公司持股3%	老挝
6	中烟菲莫国际有限公司	英美烟草与中国烟草合资运营	瑞士	6	香港红塔国际烟草有限公司	红塔集团控股55%，新加坡仁恒国际投资有限公司持股30%，云南烟草国际有限公司持股15%	中国香港
7	迪拜瑞世达贸易有限责任公司		阿联酋	7	环球烟草有限责任公司	瓦达尼亚持股60%，浙江中烟持股40%	阿联酋
8	天津烟草有限责任公司	中国烟草全资子公司	津巴布韦	8	科伦印象有限责任公司	浙江中烟持股15%，塞班国际公司持股50%，韦壹那公司持股35%	印度

资料来源：《中国烟草年鉴 (2020)》(中国烟草杂志社 2021 年 4 月发布)，华泰研究

仅测算进出口业务其他独家经营区域的收入规模：我们估算 2024 年中烟香港业务收入:中烟体系非上市公司业务收入=1:1.35。即按照 2024 年收入计算，体外非上市公司业务（烟叶进口+烟叶出口+卷烟出口）规模在 177 亿港元，是公司现有规模的 1.35 倍。

图表64：中烟香港以外，其他独家经营区域进出口业务收入规模测算

业务	进出口业务				境外子公司 中烟巴西	收入合计 (亿港元)
	烟叶类产品进口业务	烟叶类产品出口业务	卷烟出口业务	新型烟草出口业务		
1.中烟香港						
经营范围	公司从津巴布韦以外的国家进口烟叶类产品	公司向东南亚、台湾地区、香港及澳门独家出口烟叶类产品	公司向泰国、新加坡、香港、澳门及中国境内关外地区的免税店出口卷烟	公司向中国以外地区销售新型烟草制品		
2024年收入(亿港元)	82.5	20.6	15.7	1.4	10.5	130.7
预计占中烟体系收入比重(%)	57.6%	44.5%	14.8%	100%		
估测依据	24年中烟香港烟叶类进口量为11.2万吨，中国海关整体进口量为19.4万吨，中烟香港占比57.6%	24年中烟香港烟叶类出口量为8.3万吨，中国海关整体出口量为10.0万吨，中烟香港占比83.6%	24年中烟香港烟叶类出口量为33亿支，中国海关整体出口量为225亿支，中烟香港占比14.8%	中烟香港除中国内地外均为独家，已全部纳入上市平台内		
2.中烟体系非上市公司部分						
经营范围	1个中国烟草总公司旗下实体，CNTC集团从津巴布韦进口烟叶类产品	22个中国烟草总公司旗下实体，CNTC集团向中国经营地理区域以外的地区独家出口烟叶类产品	17个中国烟草总公司旗下实体，CNTC集团向中国经营地区以外的其他地区的免税店出口卷烟。此外，CNTC集团也1) 出口卷烟以在船上及飞机上销售（不论有关船舶或航班是否驶离或到达公司经营地理区域的港口或机场）及2) 出口军用及外交用卷烟（不缴纳关税）			
预计2024年收入(亿港元)	60.73	25.69	90.38	/	/	176.80
(1+2) 若中烟体系非上市部分全部整合						
总收入(亿港元)：	130.7+176.8=307.5					

注：24年烟叶类进出口全国数据来自海关总署，1) 烟叶进口商品包括“部分或全部去梗的烤烟”（24012010）、“其他供吸用的烟草”（24012010）、“其他未去梗的烟草”（24011090）、“‘均化’或‘再造’烟草”（24039100）；2) 烟叶出口商品包括“部分或全部去梗的烤烟”（24012010）、“其他供吸用的烟草”（24012010）、“其他未去梗的烟草”（24011090）、“烟草废料”（24013000）。

资料来源：公司公告，海关总署，华泰研究

盈利预测与估值

收入预测:我们预计公司 2025-2027 年公司营业总收入分别为 137.5/149.7/160.9 亿港元, 分别同比+5.2/+8.9/+7.5%。公司收入主要由烟叶进出口贡献, 同时卷烟出口、新型烟草出口及巴西经营业务占比快速提升, 具体如下:

1) 烟叶进口业务:2021 年以来, 受益于国内需求恢复和巴西片区产业链布局, 公司烟叶进口业务快速恢复(从 2021 年的 51.8 亿港元逐年增长至 2024 年的 82.5 亿港元), 但 2025 年受中美关税政策变化影响, 中烟香港暂停从美国进口, 并计划下半年通过巴西、印度尼西亚等地进行补采, 我们预计 2025 年烟叶进口量将同比下降 4.5%至 10.7 万吨, 2026-2027 年进口量将分别同比增长 1.9/1.3%至 10.9/11.0 万吨; 2025 烟季烟叶种植量有所恢复, 我们预计未来均价基本维持在 7.4 万港元/吨水平。预计 2025-2027 年烟叶进口收入为 79.0/81.0/82.3 亿港元, 同比-4.3/+2.5/+1.6%。

2) 烟叶出口业务:受益于公司独家经营区域需求量恢复, 以及价格调整和绑定核心客户等策略初见成效, 2024 年公司烟叶出口业务恢复增长(24 年营收 20.6 亿港元/同比+24.8%)。展望未来, 公司在加强东南亚及中国港澳台地区烟叶出口的同时, 深耕欧洲等非独家区域, 区域扩展将贡献量增, 我们预计 2025-2027 年出口量分别同比+13.0/+10.0/+8.0%; 考虑到公司对部分合同上调了加价比例, 预计出口均价将分别同比 +8.0/+5.5/+5.0%。预计 2025-2027 年烟叶出口收入分别为 25.2/29.2/33.1 亿港元, 分别同比+22.0/+16.1/+13.4%。

3) 卷烟出口业务:2022 年以来, 全球出境游客流不断恢复驱动免税渠道业务修复, 公司卷烟出口业务收入也从 2022 年的 1.2 亿港元提升至 2024 年的 15.7 亿港元, 此外公司近年来积极提高自营业务比重, 并拓展有税市场, 驱动业务量价提升趋势延续。我们预计 2025-2027 年出口量分别同比+7.5/+6.0/+5.5%, 出口均价分别同比+6.0/+5.5/+5.0%, 对应卷烟出口收入分别为 17.9/20.1/22.2 亿港元, 分别同比+14.0/+11.8/+10.8%。

4) 新型烟草出口业务:公司聚焦 HNB 业务, 并通过发展东南亚等地区与 PMI 等龙头公司实现错位竞争, 业务收入从 2021 年的 1.0 亿港元逐年增长至 2024 年的 1.4 亿港元, 我们认为公司未来将持续发挥平台资源优势, 提升产品力并拓宽目标市场渠道, 凭借性价比优势提升份额, 有望享行业赛道红利期, 业务有望延续量增价减趋势。我们预计 2025-2027 年出口量同比+11.5/+11.0/+10.5%, 出口均价分别同比-3.2/-2.8/-1.5%, 对应新型烟草出口收入分别为 1.46/1.57/1.71 亿港元, 分别同比+7.9/+7.9/+8.8%。

5) 巴西经营业务:公司于 2021 年 9 月收购中烟巴西, 收购完成后公司积极发挥中烟巴西在上游烟叶种植环节的资源优势, 推动巴西经营业务收入从 2021 年的 3.15 亿港元逐年增长至 2024 年的 10.5 亿港元(期间 CAGR+49.4%)。此前巴西厂区产量保持稳定, 今年公司开辟新的种植区有望实现产量增加, 同时考虑到优质烟叶的稀缺性, 我们预计行业均价上行趋势将延续。我们预计 2025-2027 年出口量同比+15.3/+12.5/+7.5%, 出口均价同比+15.2/+14.1/+12.2%, 对应巴西经营业务收入分别为 13.9/17.9/21.6 亿港元, 分别同比+32.8/+28.4/+20.6%。

毛利率预测:我们预计 2025-2027 年公司综合毛利率分别为 10.8/11.1/11.5%, 其中烟叶进口业务毛利率基本稳定在 10%水平, 烟叶出口业务随着非独家区域突破和加价比例上调, 毛利率有望向上(25-27 年毛利率预计分别为 4.3/4.6/5.0%), 卷烟出口业务受益于产品结构升级和自营比例上调, 毛利率继续提升(25-27 年毛利率预计分别为 18.0/18.5/19.0%), 新型烟草出口业务和巴西经营业务的毛利率随着收入规模效应放大亦有望略微上涨(25-27 年新型烟草出口毛利率分别为 5.3/5.5/5.7%, 巴西经营毛利率分别为 17.8/18.0/18.0%)。

费率预测:鉴于公司积极开拓非独家区域及卷烟有税销售渠道, 相关销售团队配置增加, 我们预计行政及其他营业费用率将提高(25-27 年预计为 1.6/1.7/1.8%), 25-27 年财务费用率预计为-1.5/-1.4/-1.3%。

净利润预测：基于以上分析，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 9.2/10.2/11.5 亿港元，分别同比+7.4/+11.3/+13.0%，对应净利率为 6.7/6.8/7.2%，EPS 分别为 1.33/1.48/1.67 港元。

图表65： 2025-2027 年公司盈利预测假设

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万港元)	8,064	8,324	11,836	13,074	13748	14969	16089
yoy	131.7%	3.2%	42.2%	10.5%	5.2%	8.9%	7.5%
分业务收入拆分							
1.烟叶类产品进口业务	5,178	5,425	8,079	8,254	7899	8097	8227
yoy	283.3%	4.8%	48.9%	2.2%	-4.3%	2.5%	1.6%
进口数量 (万吨)	9.72	9.20	11.72	11.20	10.70	10.90	11.04
yoy	332.9%	-5.4%	27.5%	-4.5%	-4.5%	1.9%	1.3%
进口均价 (万港元/吨)	5.32	5.90	6.89	7.37	7.38	7.43	7.45
yoy	-11.4%	10.8%	16.8%	6.9%	0.2%	0.6%	0.3%
毛利率	6.1%	12.0%	9.1%	10.0%	10.1%	10.2%	10.5%
2.烟叶类产品出口业务	2,297	2,122	1,652	2,062	2,516	2,920	3,311
yoy	18.8%	-7.6%	-22.2%	24.8%	22.0%	16.1%	13.4%
出口数量 (万吨)	10.17	9.55	7.05	8.35	9.44	10.38	11.21
yoy	24.0%	-6.0%	-26.2%	18.4%	13.0%	10.0%	8.0%
出口均价 (万港元/吨)	2.26	2.22	2.34	2.47	2.67	2.81	2.95
yoy	-4.2%	-1.7%	5.5%	5.4%	8.0%	5.5%	5.0%
毛利率	2.7%	2.6%	2.7%	4.1%	4.3%	4.6%	5.0%
3.卷烟出口业务	173	124	1,209	1,574	1,793	2,005	2,221
yoy	9.6%	-28.5%	875.8%	30.2%	14.0%	11.8%	10.8%
出口数量 (万支)	46346	38331	280387	333970	359018	380559	401490
yoy	7.8%	-17.3%	631.5%	19.1%	7.5%	6.0%	5.5%
出口均价 (元/支)	0.374	0.323	0.431	0.471	0.499	0.527	0.553
yoy	1.6%	-13.5%	33.4%	9.3%	6.0%	5.5%	5.0%
毛利率	6.8%	10.4%	13.6%	17.6%	18.0%	18.5%	19.0%
4.新型烟草出口业务	102	110	130	135	146	157	171
yoy	165.2%	8.4%	18.0%	4.0%	7.9%	7.9%	8.8%
出口数量 (万支)	45477	50239	67731	76191	84953	94298	104199
yoy	322.8%	10.5%	34.8%	12.5%	11.5%	11.0%	10.5%
出口均价 (元/支)	0.223	0.219	0.192	0.177	0.172	0.167	0.164
yoy	-37.3%	-1.9%	-12.5%	-7.5%	-3.2%	-2.8%	-1.5%
毛利率	3.4%	2.9%	4.4%	5.2%	5.3%	5.5%	5.7%
巴西经营业务	315	543	766	1,050	1394	1790	2158
yoy		72.6%	41.1%	37.0%	32.83%	28.36%	20.62%
出口数量 (万支)	2.20	2.92	3.24	3.16	3.64	4.10	4.41
yoy		33.0%	10.8%	-2.4%	15.3%	12.5%	7.5%
出口均价 (元/支)	1.43	1.86	2.37	3.32	3.83	4.37	4.90
yoy		29.8%	27.4%	40.3%	15.2%	14.1%	12.2%
毛利率	16.3%	22.6%	18.4%	17.5%	17.8%	18.0%	18.0%
毛利率和费率							
综合毛利率	5.5%	10.1%	9.2%	10.5%	10.8%	11.1%	11.5%
行政及其他营业费用率	1.7%	2.2%	1.3%	1.2%	1.6%	1.7%	1.8%
财务费用率	-0.3%	-1.0%	-1.4%	-1.7%	-1.5%	-1.4%	-1.3%
归母净利润							
归母净利润	702.8	374.9	598.8	853.7	916.9	1020.6	1153.1
yoy	562.5%	-46.7%	59.7%	42.6%	7.4%	11.3%	13.0%
归母净利率	8.7%	4.5%	5.1%	6.5%	6.7%	6.8%	7.2%
EPS	1.02	0.54	0.87	1.23	1.33	1.48	1.67

资料来源：公司公告，华泰研究

估值和目标价：考虑到公司经营的烟草进出口业务在我国具有垄断性，A 股和港股市场缺少可比标的，我们选取跨国烟草集团：菲莫国际（PM US）、日本烟草（2914 JP）、英美烟草（BATS LN）和雾芯科技（RLX US）作为可比公司，其中菲莫国际、日本烟草、英美烟草均为跨国烟草公司，主要从事传统烟草和新型烟草的生产制造、进出口贸易和全球销售，雾芯科技主要从事全球电子烟的产品开发和分销。参考 Bloomberg 一致预期可知，25 年可比公司的平均 PE 为 20 倍。参考可比公司一致预期，考虑到公司烟叶进出口、卷烟出口等核心业务独家经营壁垒深厚，同时承载中烟资本市场运作和国际业务拓展的全球化战略使命，长期发展空间广阔，从平台稀缺性&经营确定性&长期增长潜力角度出发，给予公司估值溢价，我们给予公司 2025 年 30 倍 PE，对应目标价 39.90 港元。

图表 66：可比公司估值对比（截至 2025 年 8 月 12 日）

证券代码	证券简称	价格 (元/股)	市值 (亿元)	净利润 (亿元, 本地货币)				PE (x)			
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
PM US	菲莫国际	170	2651	92.29	116.04	129.04	141.19	28.73	22.85	20.55	18.78
2914 JP	日本烟草	4815	96300	4505.76	5031.41	5582.69	6067.40	21.37	19.14	17.25	15.87
BATS LN	英美烟草	4314	946	102.09	75.67	79.59	83.79	9.26	12.49	11.88	11.28
RLX US	雾芯科技	2.23	35	4.83	9.44	10.96	11.78	51.76	26.50	22.83	21.24
平均值								27.78	20.24	18.13	16.79

注：1) 日本烟草的市值和经调整净利润单位为亿日元，公司收盘价和市值为 2025/8/12 数据；2) 菲莫国际的市值和经调整净利润单位均为亿美元，公司收盘价和市值为 2025/8/11 数据；3) 英美烟草的市值和经调整净利润单位为亿英镑，公司收盘价和市值为 2025/8/11 数据；4) 雾芯科技市值单位为亿美元，经调整净利润单位为人民币，汇率 1 美元=7.1418 人民币，公司收盘价和市值为 2025/8/11 数据。

资料来源：Bloomberg, 华泰研究

风险提示

国家烟草专卖制度发生重大变化的风险：公司现行业务很大程度上依赖国家烟草专卖制度。制度的重大变化可能损害公司的专卖地位和竞争优势，导致业务或财务上的负面表现。

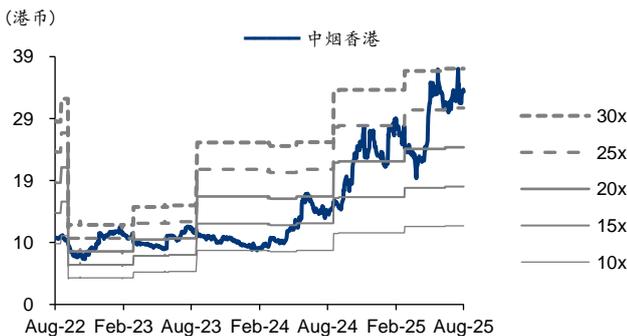
关税政策及其他贸易限制风险：进出口业务占公司营收的较大比重。当前国际贸易环境动荡，政策尚未明朗，不利的关税变化和贸易限制可能直接推高公司成本，阻碍公司经营。

外汇波动风险：公司在烟草制品采购和收入时以美元、人民币和港元为单位。如果出口目的地的货币贬值，可能影响收入。外汇变动可能影响免税店卷烟消费者的相对购买力，对经营业绩产生不利影响。

烟叶成本大幅提升的风险：烟叶种植对天气和气象条件敏感，收成受季节性波动影响大。不利的气象因素或市场变化可能导致烟叶成本的大幅提升，损害公司利润。

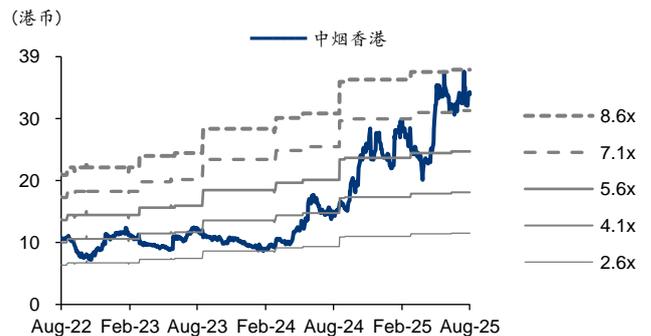
外延并购不及预期：市场对公司可能展开的外延并购寄予希望。如果公司的外延并购进展受阻，可能会被市场解读为不利信号，产生公司价值波动的风险。

图表 67：中烟香港 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表 68：中烟香港 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、刘思奇，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 中烟香港（6055 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、刘思奇本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 中烟香港（6055 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司