



港股研究 | 公司深度 | 中烟香港 (06055.HK)

中烟香港深度： 稀缺的烟草出海巨头，内生外延共构未来

报告要点

公司是中烟体系唯一烟草上市公司平台，承载“国际业务拓展+资本市场运作”使命。1、主业层面，公司业务具备独家性，经营稳健且利润率稳定性强；2、中烟境外资产储备丰富，公司内生&外延空间广阔。1) 体系内方向：中烟体系在海外有大量优质资产，涵盖烟叶种植、卷烟生产、品牌合作及销售网络建设等全产业链，初步估计整合空间为公司现有体量翻倍以上；2) 体系外方向：复盘国际烟草龙头，并购整合是持续扩张重要途径，也有望是公司海外拓展的潜在方向。

分析师及联系人



蔡方羿

SAC: S0490516060001

SFC: BUV463



米雁翔

SAC: S0490520070002

中烟香港 (06055.HK)

2026-01-21

中烟香港深度： 稀缺的烟草出海巨头，内生外延共构未来

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

中烟体系内承载“国际业务拓展+资本市场运作”使命的独家营运实体

中国烟草行业实行“一套机构、两块牌子”形式的国家烟草专卖治理体系，2024 年全行业工商税利 16008 亿元（占财政收入 7%）。中烟香港作为中国烟草体系内唯一上市公司，被赋予：**1）境外资本运作核心平台；2）国际业务拓展核心平台。**长期看，公司内生有望整合中烟体系内优质境外资产、外延将积极寻觅体系外优质标的开展并购，依托内外部资源协同与高效运作有望实现跨越式提升。**财务层面**，公司 2016-2024 年营收/归母净利润 CARG 分别为 10%/12%，经营呈波动上行趋势，此外得益于独特贸易经营模式，公司业务具备**轻资产&高 ROE** 特点。

基本盘稳固：烟叶类业务稳健，卷烟出口关注自营比例提升

烟叶地域风味的差异是催生烟叶进出口需求的核心动力。**1）烟叶进出口业务：**公司拥有排他性的经营权，独家销售中烟内地和境外实体生产的烟叶类产品，面向东南亚、港澳台地区，并独家进口全球主要产区烟叶类产品，定价采用成本加成模式，常规进口加价率为 6%（少部分特定烟叶类产品加价 3%）、出口采购价在销售价基础减去 1%-4%。**2）卷烟出口业务：**公司独家运营两国（泰国、新加坡）三地（境内关外、香港、澳门）免税店，采用自营与批发双模式，终端覆盖超过 200 个免税网点和有税零售店，在采购价基础上增加 1%-2%、2%-5%或 5%以上。长期来看，预计自营比例提升、品类扩充、有税渠道扩张将共同推动卷烟出口业务成长。

全球化发展：内生+外延潜力充沛，关注新型烟草长期发展

复盘菲莫国际历史发展，我们认为“国际化+新型烟草”揭示了全球烟草巨头的发展方向，也对中烟香港有借鉴意义。从本土烟草巨头→全球化布局→拓展新型烟草，不仅是菲莫国际主动选择的战略调整，也是全球烟草消费趋势、监管政策和技术变革下必然的成长路径。

巴西经营业务：鉴往知来，关注后续中烟体系内的境外资产整合。**1）鉴往：2021 年公司以 7.2X 当期 PE 收购中烟巴西，打造境外资产整合样板。**2021-2024 年巴西经营业务收入从 3.15 亿港元增至 10.5 亿港元，CAGR 为 49.4%，彰显中烟体系内资产的优质属性；**2）知来：中烟体系在海外有大量优质资产，涵盖烟叶种植、卷烟生产、品牌合作及销售网络建设等全产业链。**我们根据公开资料梳理，中烟体系内现有海外资产大约有 20+个实体项目，均为公司整合潜在标的，初步估计整合空间为公司现有体量翻倍以上，关注后续中烟体系内境外资产整合进展。

新型烟草出口业务：顺应全球新烟趋势，长期发展可期。公司与云南、湖北、四川、江苏等地的工业公司签订采购协议，目前向中国以外的零售商销售 HNB 产品，当前重点开拓东南亚、泛俄地区、中东、欧洲及东欧市场等，定价层面加价率不低于 1%。考虑到全球新型烟草发展大势所趋，且中国目前尚未放开新型烟草产品管控，持续关注产业变化趋势，若中烟各地方工业公司推出具备竞争力的新型烟草产品，有望丰富中烟香港出海武器库，长期成长可期。

盈利预测

考虑到中烟出海战略及全球新烟趋势，公司长期可对标菲莫国际，成长空间广阔。预计 2025-2027 年归母净利润 9.4/10.8/12.3 亿港元，对应 PE 25/22/19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、国家烟草专卖制度发生重大变化；
- 2、全球贸易摩擦大幅加剧；
- 3、新型烟草制品发展不及预期；
- 4、主要烟叶产区气候出现极端变化；
- 5、盈利预测不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 34.42

注：股价为 2026 年 1 月 19 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

中烟体系内承载“国际业务拓展+资本市场运作”使命的独家营运实体	6
基本盘稳固：烟叶类业务稳健，卷烟出口关注自营比例提升	11
行业层面：烟叶类产品产地集中，地域风味差异催生进出口需求	11
烟叶进口类业务：具备独家经营特性，整体呈现量价齐升趋势	13
烟叶出口类业务：深耕地区优势稳固，新市场逐步开拓	14
卷烟出口业务：自营比例提升、品类扩充、有税市场拓展共建成长	16
全球化发展：内生+外延潜力充沛，关注新型烟草长期发展	17
从菲莫国际发展历程，看“国际化+新型烟草”发展	17
巴西经营业务：鉴往知来，关注后续中烟体系内境外资产整合	22
新型烟草出口业务：顺应全球新烟趋势，长期发展可期	24
盈利预测	26
风险提示	29

图表目录

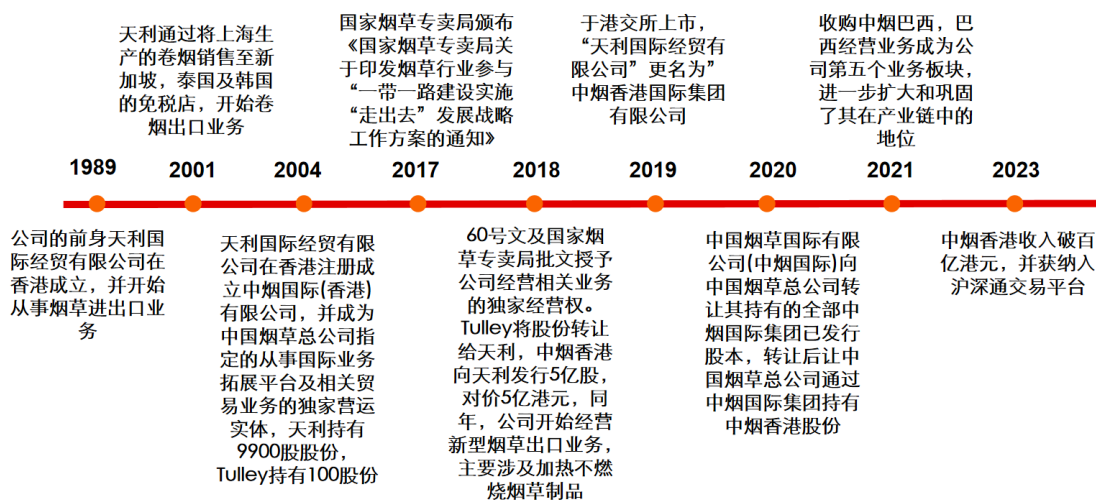
图 1：中烟香港发展沿革	6
图 2：中国烟草行业组织架构	7
图 3：2024 年烟草行业税利总额 16008 亿元，约占财政收入 7%	7
图 4：中烟香港股权架构图（截至 2025 年 6 月 30 日）	8
图 5：中烟香港主要领导工作履历	8
图 6：中烟香港核心业务拆分	9
图 7：中烟香港业务覆盖 50+ 国家及地区	9
图 8：公司营业收入（单位：港元）及增速	10
图 9：公司归母净利润（单位：港元）及增速	10
图 10：公司毛利率及净利率	10
图 11：公司经营性现金流（亿港元）	10
图 12：公司 ROE 整体处于较高水平	11
图 13：全球部分地区烟叶的风味特点	11
图 14：我国烤烟烟叶 8 大生态区和对应的 8 种香型	12
图 15：中国烟叶产量（万吨）	12
图 16：全球部分国家未加工烟草产量（万吨）	12
图 17：2024 年中国烟叶进口国家分布（进口量）	13
图 18：2024 年中国烟叶出口国家分布（出口量）	13
图 19：烟叶类进口业务流程（从全球原产国/地区进口烟叶类产品至中国内地）	13
图 20：烟叶进口业务收入（亿港元）及 yoy	14
图 21：烟叶类进口业务量（万吨）	14
图 22：烟叶类进口业务价格（万港元/吨）及 yoy	14
图 23：烟叶类进口业务毛利率	14
图 24：烟叶类产品出口业务概览	15

图 25: 烟叶出口业务收入及 yoy	15
图 26: 烟叶出口业务量及 yoy	15
图 27: 烟叶出口业务价格及 yoy	16
图 28: 烟叶出口业务毛利率	16
图 29: 卷烟出口业务流程	16
图 30: 卷烟出口业务收入 (亿港元) 及 yoy	17
图 31: 卷烟出口销量 (支) 及前十大品规销量占比	17
图 32: 卷烟出口价格 (元/支) 及 yoy	17
图 33: 卷烟出口业务毛利率	17
图 34: 全球卷烟市场消费量 (十亿支) 及增速	18
图 35: 菲莫国际将“硬汉”气质与香烟融合, 营销出圈	19
图 36: 万宝路融入“美国生活方式”, 强化流量的持续性	19
图 37: 1960 年代后, 美国市场卷烟人均消费量大幅下降	19
图 38: 菲莫国际烟草业务全球化进程中部分收购标的情况梳理	20
图 39: 全球吸烟人口数量及 5 年增速	21
图 40: 全球吸烟人口的性别结构 (吸烟者占总人口的比例)	21
图 41: 全球卷烟销量 (十亿支) 及 yoy	21
图 42: 2020~2024 年世界各类烟草制品销售额增速	21
图 43: 菲莫国际 2014 年以来推进无烟未来战略发展的里程碑和效果	22
图 44: 巴西业务经营业务概览	22
图 45: 巴西经营业务收入及 yoy	23
图 46: 巴西经营业出口量 (万吨)	23
图 47: 巴西经营业务价格及 yoy	23
图 48: 巴西经营业务毛利率	23
图 49: 中国烟草海外业务情况梳理	24
图 50: 中烟香港新型烟草出口业务模式概览	25
图 51: 新型烟草出口业务营收及 yoy	25
图 52: 新型烟草出口业务销量 (件)	25
图 53: 新型烟草出口业务价格及 yoy	26
图 54: 新型烟草业务毛利率	26
图 55: 新型烟草业务市场覆盖数量及经销商数量 (单位: 个)	26
图 56: 中烟香港收入拆分及盈利预测	28
表 1: 公司收入和利润的敏感性分析 (单位: 亿港元)	29

中烟体系内承载“国际业务拓展+资本市场运作”使命的独家营运实体

中国烟草体系内唯一烟草上市公司，拥有持续迭代潜力的业务架构平台。回溯公司发展历程，2004年2月公司在香港注册成立，2018年6月完成上市前公司架构搭建和业务重组，从原有的烟叶进出口拓展卷烟出口、新型烟草出口业务，2019年6月在香港联交所上市。2021年11月，公司完成第一个收并购工作，通过资本运作手段收购中烟国际巴西有限公司及附属公司。2023年公司收入破百亿港元，并获纳入沪港通交易平台。

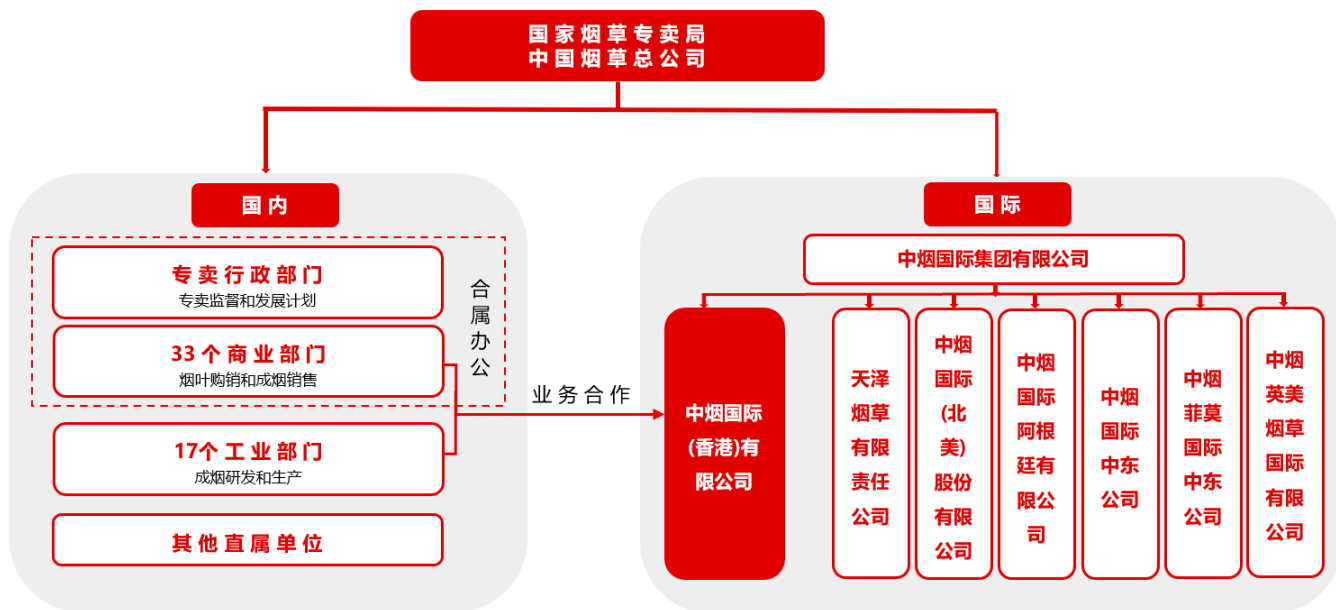
图 1：中烟香港发展沿革



资料来源：中烟香港招股说明书，公司官网，公司公告，长江证券研究所

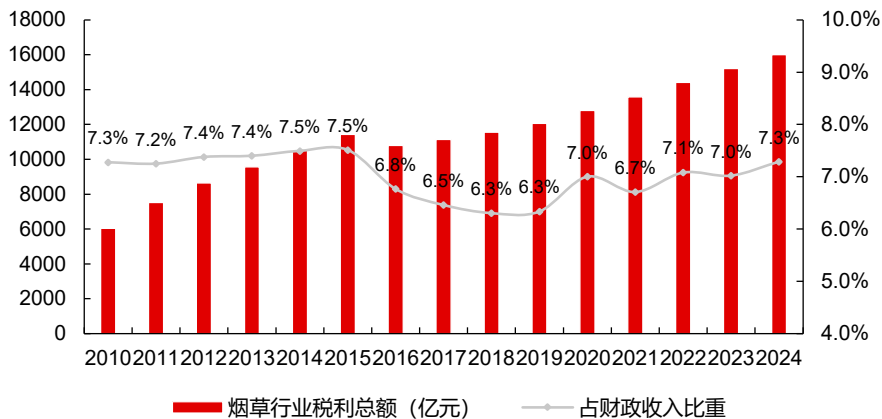
资本市场运作+国际业务拓展，中烟香港体系内长期定位明确。中国烟草行业实行“一套机构、两块牌子”形式的国家烟草专卖治理体系。国家烟草专卖局与中国烟草总公司本级设 29 个部门及专业公司；下属 33 个省级烟草专卖局（公司，含大连、深圳）、17 个省级工业公司，450 家地市级烟草专卖局（公司）、2393 家县级烟草专卖局（分公司或营销部），中烟海外布局遍及 16 个国家和地区，投资设立 38 家境外子公司。2024 年，烟草全行业实现工商税利总额 16008 亿元（同增 5.0%，占财政收入 7%），财政总额 15446 亿元（同增 2.8%）。作为中国烟草体系内唯一烟草业务上市公司，中烟香港是指定的：**1) 境外资本运作核心平台；2) 国际业务拓展核心平台**。长期有望通过持续培育核心业务、开展跨国并购等，逐步成为具有国际竞争力的一流烟草企业。

图 2：中国烟草行业组织架构



资料来源：国家烟草专卖局官网，长江证券研究所

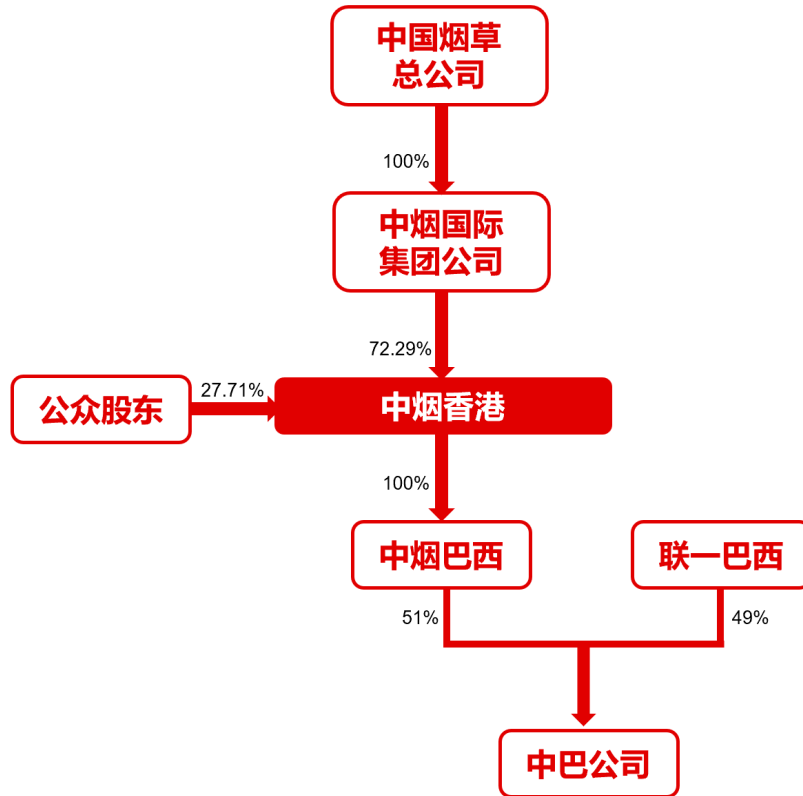
图 3：2024 年烟草行业税利总额 16008 亿元，约占财政收入 7%



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

股权结构稳定集中，治理基础扎实。中烟国际集团持有公司 72.29% 股份，为公司控股股东，中国烟草总公司作为实际控制人，为其提供强大资源背书与政策支持，强化了业务特许经营的持续性与稳定性。**管理层专业过硬且架构稳健：**公司核心高管均源自中烟体系，行业从业经验丰富。**董事长邵岩**兼具技术与管理背景、深耕烟草领域超过 25 年；曾有国际烟草龙头菲莫国际任职经历的**阎飙**于 2022 年加入公司担任副总经理。公司稳定专业的管理团队，为国际业务拓展与长期发展筑牢根基。

图 4：中烟香港股权结构图（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：中烟香港主要领导工作履历

姓名	职务	简介
邵岩	董事长、非执行董事	1966年生，博士学历。中烟国际(香港)有限公司战略发展委员会主席,提名委员会主席,董事长,薪酬委员会委员,非执行董事。曾担任云南省烟草科学研究所干部、云南省烟草公司烟叶生产处副科长及烟叶处科长、云南省烟草专卖局(公司)烟叶管理处副处长及副总农艺师、云南省烟草科学研究所所长,并从2005年6月至2007年4月担任中国烟草育种研究(南方)中心主任。2007年4月至2010年11月先后担任天泽烟草有限责任公司副总经理及总经理。2009年4月至2015年12月担任云南省烟草专卖局(公司)副总经理。自2015年12月起,邵先生一直担任中烟国际总经理。
代佳辉	总经理、执行董事	1974年生,本科学历。中烟国际(香港)有限公司关联交易控制委员会委员,总经理,战略发展委员会委员,执行董事。曾担任北京市西城区审计局财政金融审计科科长;中国烟草进出口(集团)公司财务管理部副主任科员及主任科员;中国卷烟销售公司财务部副主任。其间,于2006年9月至2012年5月担任CTPM国际有限公司(CTPMInternationalSA)财务部经理。2012年6月至2017年1月,担任中国烟草国际有限公司财务管理部副主任。2017年1月至2021年1月,担任中国烟草国际有限公司财务管理部主任。2021年1月至2023年7月,先后担任中烟国际集团有限公司财务管理部总监及人力资源部总监。于2023年7月加入中烟国际(香港)有限公司,于2023年7月4日担任中烟国际(香港)有限公司执行董事、总经理。
王成瑞	公司秘书、执行董事	1982年生,硕士学历。其中文曾用名为王成锐。曾担任云南红塔集团营销助理、人力资源部员工职业发展管理员、国家烟草专卖局烟草经济信息中心主任科员、中烟国际企划投资部主任科员、天利战略发展部副经理。自2018年4月起一直担任中烟国际(香港)有限公司证券事务部副经理,现任中烟国际(香港)有限公司公司秘书,执行董事。
徐增云	副总经理、执行董事	1984年生,硕士学历。曾任中国烟草国际有限公司科员、副主任科员、主任科员及副调研员;中烟英美烟草国际有限公司高级品牌经理、品牌副总监;Radiant Star TradingCo.(L.L.C)(中国烟草迪拜瑞世达贸易有限公司)副总经理;China Tobacco International Middle East General Trading FZCO(中烟国际中东公司)副总经理兼营销部经理。于2021年1月至2022年9月担任中烟国际集团有限公司卷烟事业部副总监,2022年9月加入中烟国际(香港)有限公司,现任中烟国际(香港)有限公司副总经理,战略发展委员会委员,执行董事。
茅紫璐	副总经理、执行董事	1986年生,硕士学历。在烟草行业有12年的外贸管理经验。曾任中国烟草国际有限公司烟叶运营部副主任科员、主任科员、中国烟草国际有限公司国营贸易部主任科员、副调研员。于2022年9月23日获委任为中烟国际(香港)有限公司执行董事。于2023年12月31日获委任为中烟国际(香港)有限公司副总经理。于2022年4月加入公司,担任公司烟叶运营部及合规风控部总监,现任中烟国际(香港)有限公司副总经理,执行董事。
阎帆	副总经理	1969年生,本科学历。曾担任Altria Group,Inc.(奥驰亚集团)的高级公司审计师;Philip Morris Philippines Manufacturing Inc.(菲利浦莫里斯菲律宾制造有限公司)的项目总审计师;菲利浦莫里斯亚洲集团有限公司的大区高级司库;Philip Morris International ManagementS.A.(菲利浦莫里斯国际管理有限公司)的财务、业务发展及国际合资公司总监;菲利浦莫里斯(中国)企业管理有限公司的公司董事、财务及业务发展总监;菲利浦莫里斯亚洲集团有限公司的大区战略及项目交付总监。自2022年7月起加入公司,历任战略投资部总监及财务管理部副总监,现任中烟国际(香港)有限公司副总经理。

资料来源：中烟香港官网，长江证券研究所

专卖制度保障经营壁垒，长期关注“内生+外延”拓展。公司核心业务包括 5 个部分：烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务、新型烟草制品出口业务和巴西经营业务。从现有业务商业模式看，公司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，经营整体稳健且利润率稳定性强。作为中烟“走出去”战略的执行人，公司市场区域已覆盖东亚、东南亚、南北美、中东欧等 50+ 国家/地区，经营新型烟草品牌超过 20 个，卷烟品牌超过 35 个，雪茄品规超过 35 个。长期看，公司内生有望整合中烟体系内优质境外资产，外延通过积极寻觅与发展战略契合的体系外优质标的开展并购，凭借内外部资源的协同整合与高效运作，助力企业实现跨越式提升。

图 6：中烟香港核心业务拆分

核心业务	相关产品	经营地区	供应商情况	客户情况	营收 (亿港元)	占比	毛利率
烟叶进口	烟叶类产品	全球 (受制裁国家及地区外)	独立第三方海外烟草公司	中烟国际 (唯一客户)	82.54	63.1%	10.0%
烟叶出口	烟叶类产品	全球 (中国内地除外)	境内烟叶供应商 (关联企业)	海外卷烟生产企业和授权采购代理 (烟草贸易公司)	20.62	15.8%	4.1%
卷烟出口	中国烟草旗下卷烟	全球市场以及内地境内关外地区 (中国内地除外)	香港烟草制造商和境内卷烟供应商	独立第三方	15.74	12.0%	17.6%
新型烟草制品	新型烟草制品 (主要包括加热不燃烧烟草产品)	全球 (中国内地除外)	新型烟草制品制造商	批发商和零售商	1.35	1.0%	5.2%
巴西经营业务	烟叶类产品	全球 (中国内地除外)	海外优质农户	海外卷烟生产企业和授权采购代理	10.50	8.0%	17.5%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

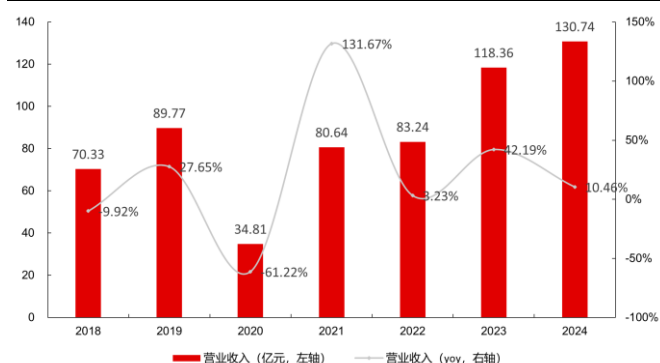
图 7：中烟香港业务覆盖 50+ 国家及地区



资料来源：中烟香港官网，长江证券研究所

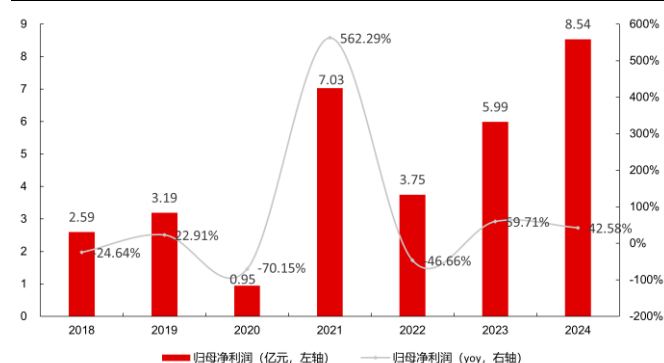
收入利润整体呈波动增长趋势，具备轻资产&高 ROE 特点。中烟香港 2019-2024 年营收增速为 28%/-61%/132%/3%/42%/10%，2016-2024 年收入增速 CARG 为 10%；2019-2024 年归母净利润增速为 23%/-70%/562%/-47%/60%/43%，2016-2024 年归母净利润 CAGR 为 12%。财务层面，中烟香港营收和利润波动整体呈现波动上行趋势，此外得益于业务具备独家贸易经营特点，公司经营较少涉及制造环节，资产以存货和应收账款为主、固定资产净值基本低于 1 亿元，公司 ROE(除特殊期间外)基本高于 15%，经营现金流在 2023 年后亦实现转正，整体而言公司具备较强的盈利稳定性。

图 8：公司营业收入（单位：港元）及增速



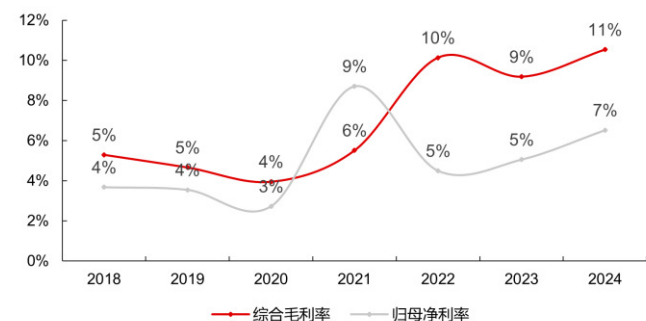
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：公司归母净利润（单位：港元）及增速



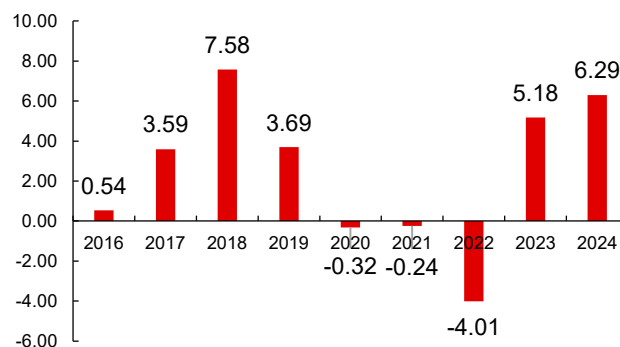
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：公司毛利率及净利率



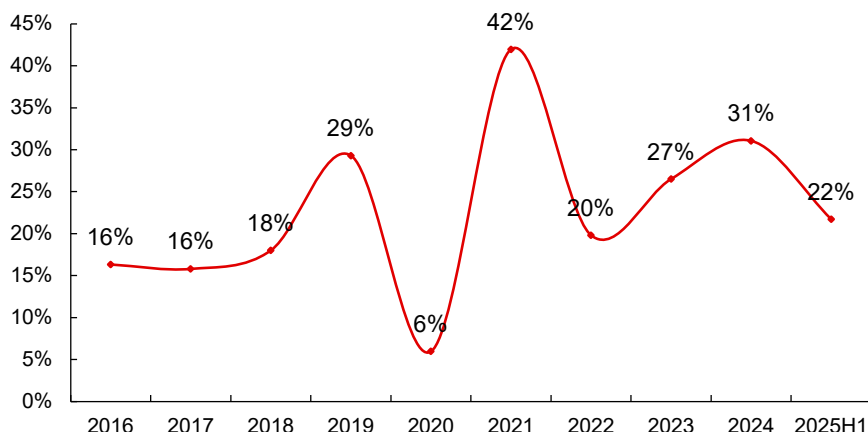
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：公司经营性现金流（亿港元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12: 公司 ROE 整体处于较高水平



资料来源: Wind, 长江证券研究所

基本盘稳固: 烟叶类业务稳健, 卷烟出口关注自营比例提升

行业层面: 烟叶类产品产地集中, 地域风味差异催生进出口需求

烟叶风味特性差异是推动进出口需求产生的核心动力。影响烟叶生长发育、产量和品质的主要因素包括气候、土壤、品种和栽培措施等, 因此烟草制造商为实现风味的多样性和产品组合优化, 通常会从全球不同地区采购特定风味的烟叶。中国是全球最大烟叶生产国, 主要生产烤烟, 另有香料烟、白肋烟等各类晾晒烟。根据中国烟草总公司印发的《全国烤烟烟叶香型风格区划》, 我国烤烟烟叶产区划分为 8 大生态区, 相应把烟叶风格划分为 8 种香型。

图 13: 全球部分地区烟叶的风味特点

产地	烟叶风味特点
津巴布韦	以其独特的焦甜香被视为“提调香”的功能型原料
古巴	偏向于辛辣, 带有胡椒味, 口感强烈
多米尼加共和国	以爽滑与温和著称
洪都拉斯	气候比古巴和多米尼加共和国要更热、更干燥, 生长出口感更强烈的烟叶
巴西	炎热的天气和太阳使巴西的烟叶辛辣, 但又带有甜甜的阳光的味道
尼加拉瓜	很辛辣、强烈、口感浓郁
哥斯达黎加和巴拿马	中等浓郁口感, 泥土味、极好且大量的坚果味, 中等甜度
厄瓜多尔	以厚实的质地、甜甜口感、胡椒味道而著名
秘鲁	大多数秘鲁产烟草香气浓郁, 浓郁的咖啡、巧克力风味, 且风味持久, 也辣

资料来源: 烟业智汇, 烟草在线, 长江证券研究所

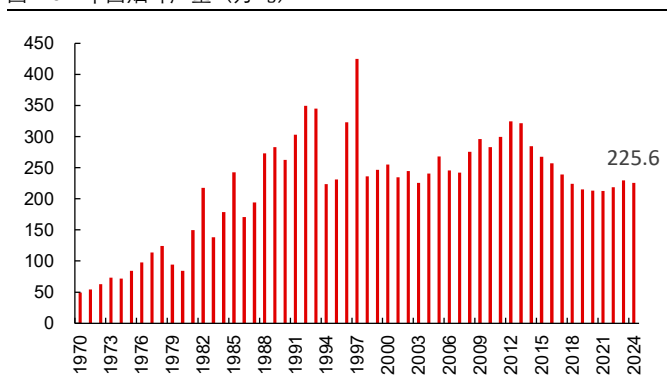
图 14：我国烤烟烟叶 8 大生态区和对应的 8 种香型

产区	香型
西南高原	清甜香型 (I 区)
黔桂山地	蜜甜香型 (II 区)
武陵秦巴	醇甜香型 (III 区)
黄淮平原	焦甜焦香型 (IV 区)
南岭丘陵	焦甜醇甜香型 (V 区)
武夷丘陵	清甜蜜甜香型 (VI 区)
沂蒙丘陵	蜜甜焦香型 (VII 区)
东北平原	木香蜜甜香型 (VIII 区)

资料来源：中国烟草传媒，长江证券研究所

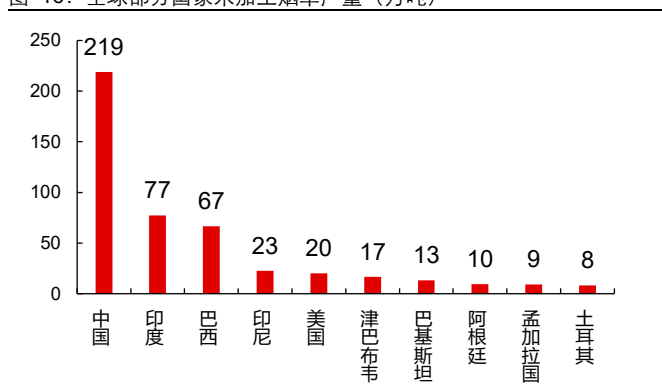
全球烟草生产区域集中，中国烟叶产量领先，近年来整体呈现波动下行趋势。根据 FAO 数据，2024 年按未加工烟草的产量排名前十的烟草种植国家中，中国是全球最大的产烟国，烟草产量是第二大产烟国印度的 2.8 倍，是第十大产烟国土耳其的 26 倍。根据国家统计局数据，中国烟叶产量本世纪在 2012 年前后达到峰值，之后呈现波动下行趋势。从需求端看，传统卷烟的“细支”趋势驱动烟叶需求减少。2019-2024 年，我国细支烟占比从 12% 升至 28%（细支烟单箱耗叶量较常规卷烟低 15%-20%），直接导致烟叶总消耗量减少。此外从全球控烟趋势看，传统卷烟销量长期提升空间有限。

图 15：中国烟叶产量（万吨）



资料来源：Wind，国家统计局，长江证券研究所

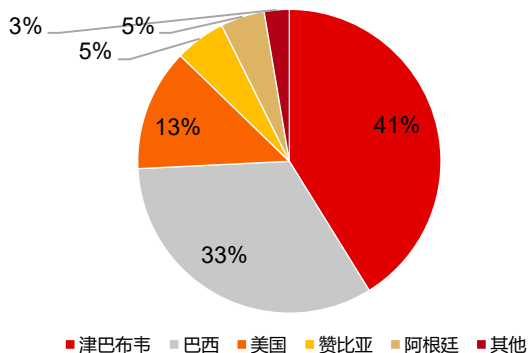
图 16：全球部分国家未加工烟草产量（万吨）



资料来源：FAOSTAT，长江证券研究所

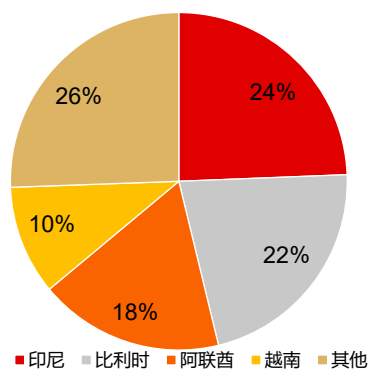
中国烟叶进口主要源自非洲、南美等区域，出口目的国家则较为分散。1) 烟叶进口：津巴布韦、巴西、美国、赞比亚、阿根廷等国家是我国主要烟叶进口国，占总进口份额约 97%。2015-2024 年，估算我国烟叶进口量从 15.31 万吨增长至 19.43 万吨，CAGR 为 2.7%，整体呈现稳步提升趋势。若以 2024 年公司 11.2 万吨烟叶类进口量估算，公司占我国烟叶进口总份额约 58%；2) 烟叶出口：我国烟草出口规模总体保持稳定。从出口市场分布来看，我国烟草出口目的地相对分散，其中东南亚地区为主要出口区域。长期看，预计我国烟草出口仍具备较大的提升空间。

图 17: 2024 年中国烟叶进口国家分布 (进口量)



资料来源: 海关总署, 长江证券研究所

图 18: 2024 年中国烟叶出口国家分布 (出口量)

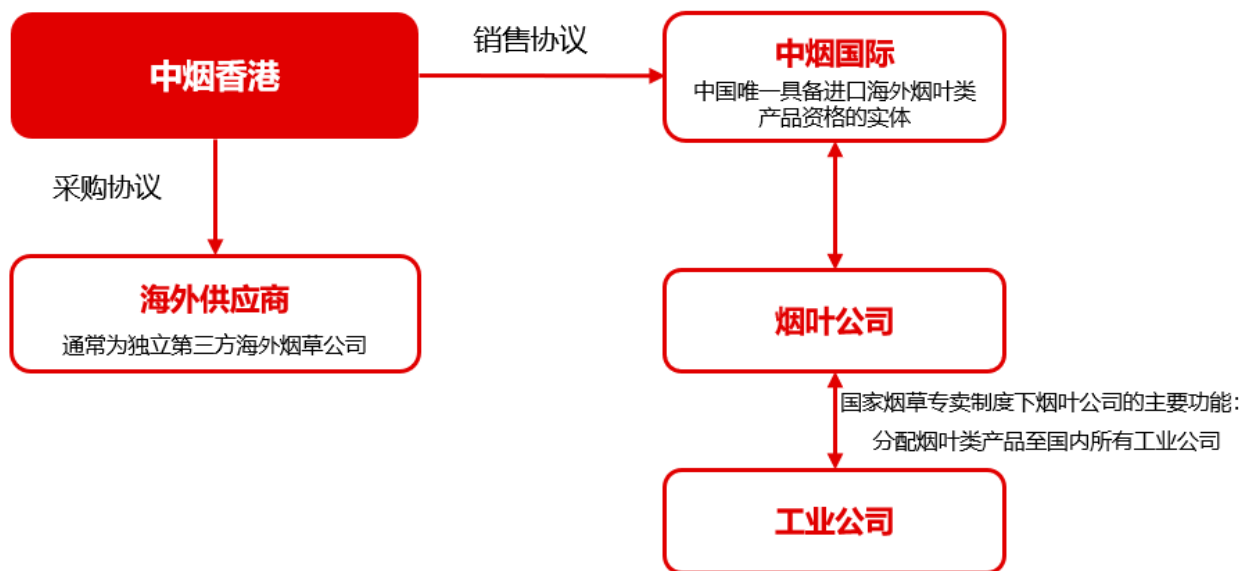


资料来源: 海关总署, 长江证券研究所

烟叶进口类业务: 具备独家经营特性, 整体呈现量价齐升趋势

烟叶进口业务: 独家经营特性, 固定加价模式。公司独家销售全球主要产区烟叶类产品至中国内地市场, 2018-2024 年烟叶进口类收入 CAGR 为 11%。具体而言, 公司从巴西、赞比亚、阿根廷、美国、马拉维、坦桑尼亚、印度尼西亚等全球主要烟叶原产国**采购**; 面向中烟国际 (国内唯一合格的海外烟叶进口实体) **销售**, 为其独家供应产品; **定价**采用固定加价模式, 常规定价在采购基础上加价 6% (少部分特定烟叶类产品加价 3%)。

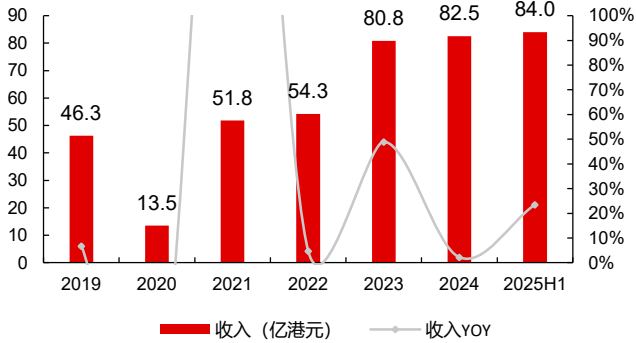
图 19: 烟叶类进口业务流程 (从全球原产国/地区进口烟叶类产品至中国内地)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

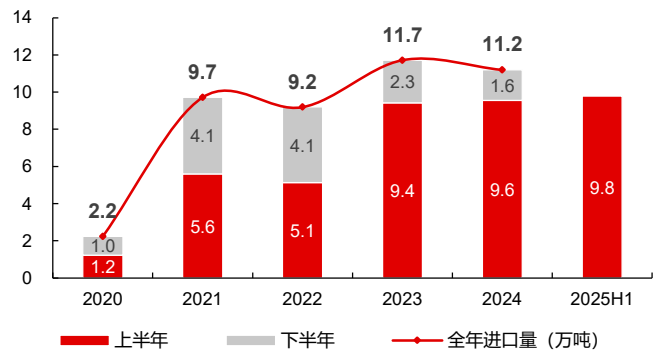
从 2025H1 表现看, 拆分量价: 烟叶类产品进口量同比+2.5%, 价格同比约+20.5%, 毛利率同比-2.8pcts 至 8.2%。价格大幅提升主因采购成本上涨 (2024 烟季处于价格周期高点), 但采购成本涨幅超过销售单价涨幅, 故毛利率承压, 但 2025H2 伴随烟季切换, 预计采购成本下降和盈利改善确定性强, 长期业务经营预计稳健向上。

图 20: 烟叶进口业务收入 (亿港元) 及 yoy



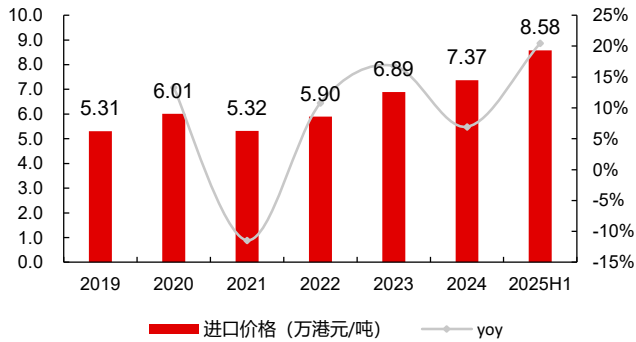
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 21: 烟叶类进口业务量 (万吨)



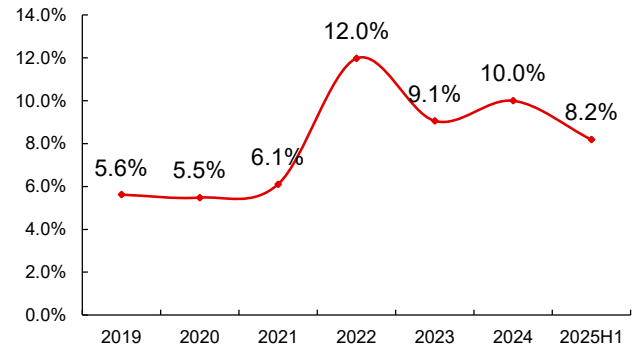
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 22: 烟叶类进口业务价格 (万港元/吨) 及 yoy



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 23: 烟叶类进口业务毛利率

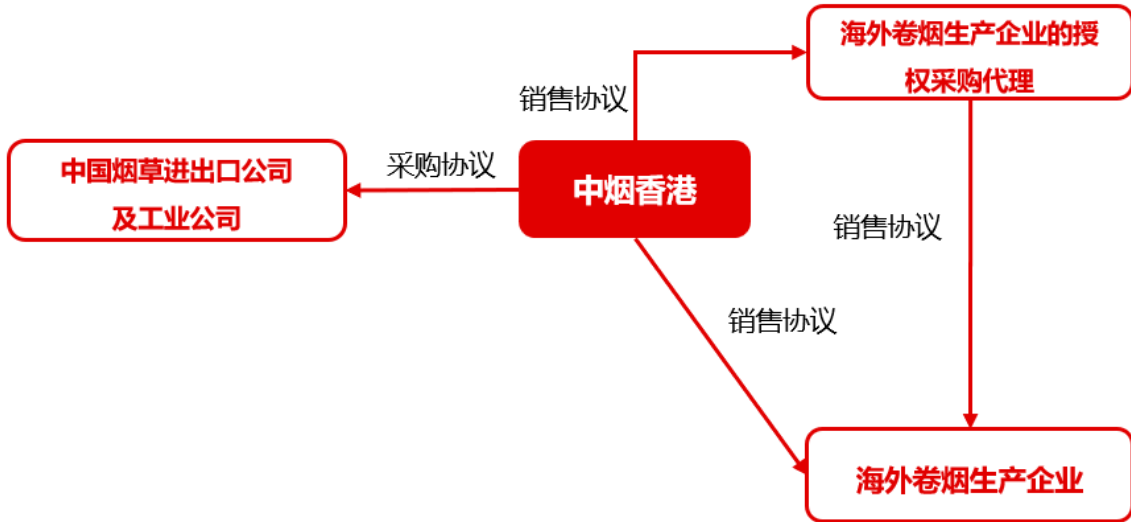


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

烟叶出口类业务: 深耕地区优势稳固, 新市场逐步开拓

独营地区优势稳固, 新市场逐步开拓。公司发挥独家经营权优势, 重点布局东南亚、港澳台等核心市场以及欧洲地区, 2018-2024 年公司烟叶出口类收入 CAGR 为 9.8%。具体而言, 公司从中国烟草体系内**采购**烟叶类产品; 出口**销售**至海外东南亚、港澳台等核心市场; **定价**层面, 公司从相关进出口公司及工业公司的采购价格一般在销售价格基础上减去 1%-4%。

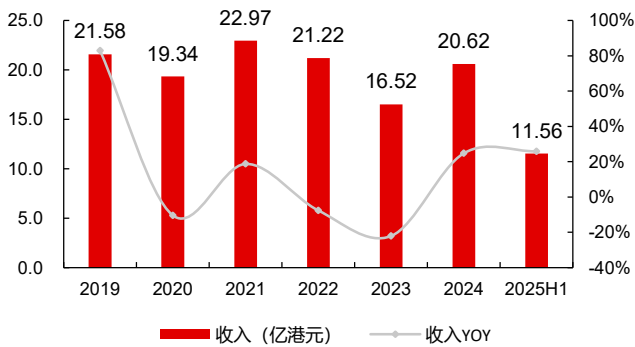
图 24：烟叶类产品出口业务概览



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

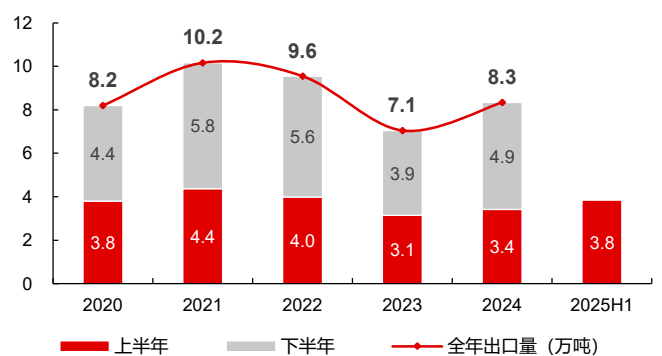
从 2025H1 表现看，烟叶类出口业务收入同比+25.9%至 11.6 亿港元。拆分量价：烟叶类产品出口量同比+12.7%，价格同比约+11.7%，毛利率同比+2.4pcts 至 5.5%。业绩增长靓丽，主因：1) 公司积极拓展新市场新客户（欧洲为主）带动销量增长；2) 公司持续优化定价策略，有效提升销售单价及盈利水平。长期看好公司持续深耕优势区域，同时开辟新市场客户打造新的增长点。

图 25：烟叶出口业务收入及 yoy



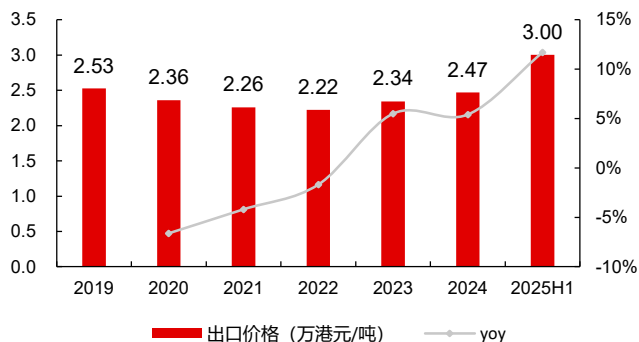
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 26：烟叶出口业务量及 yoy



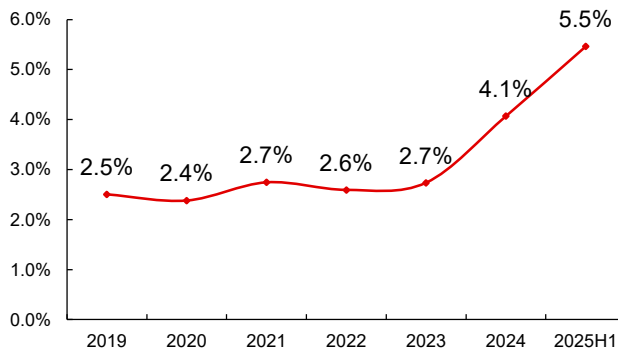
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 27: 烟叶出口业务价格及 yoy



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 28: 烟叶出口业务毛利率

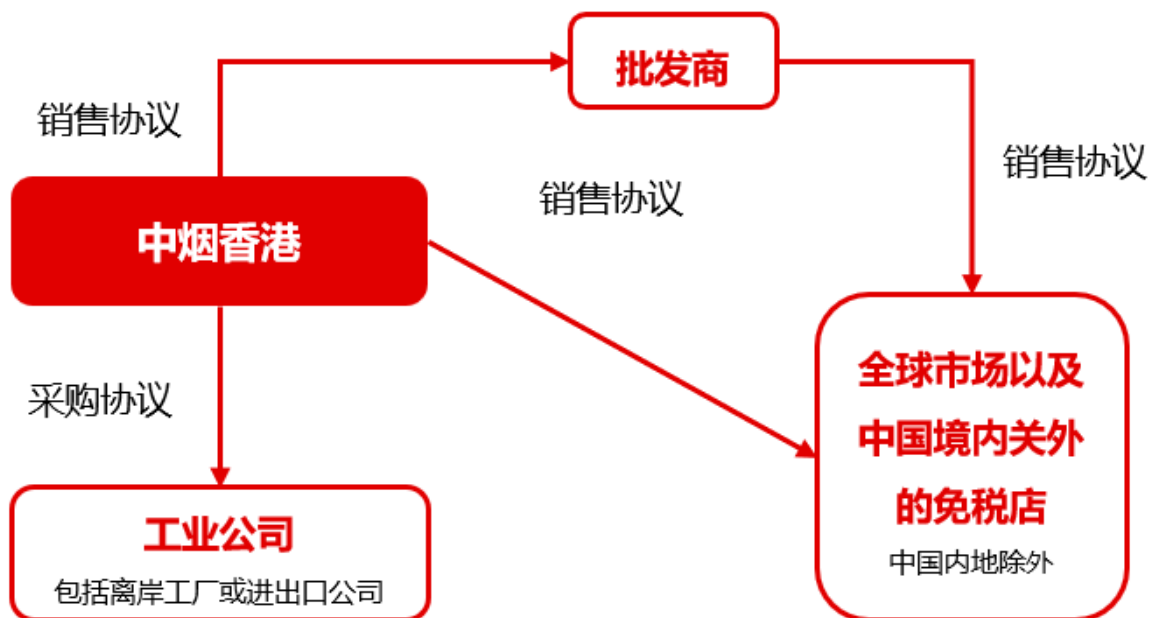


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

卷烟出口业务: 自营比例提升、品类扩充、有税市场拓展共建成长

独家运营两国三地免税店, 自营与批发双模式销售。具体来看, 公司作为泰国、新加坡、中国港澳地区及境内关外免税店中国品牌卷烟出口的**独家运营实体**与多家中烟进出口公司、工业公司签订**采购**协议, 采用自营与批发双渠道**销售**模式, 终端覆盖超 200 个免税网点与有税零售店; **定价层面**, 在采购价基础上增加 1%-2%、2%-5% 或 5% 以上。

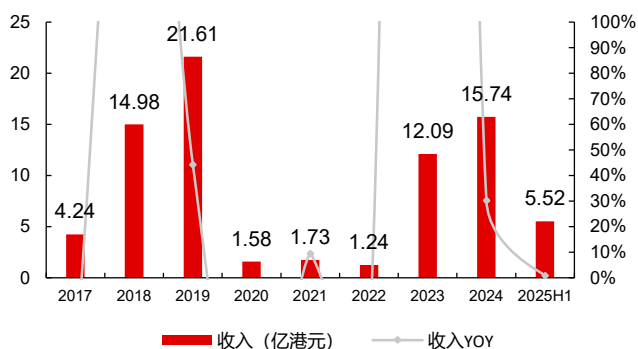
图 29: 卷烟出口业务流程



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

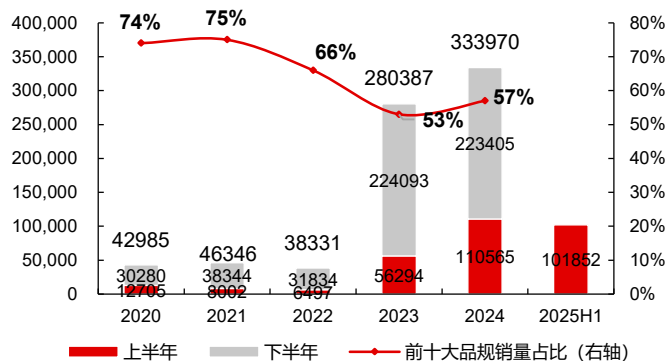
展望后续，看好自营比例提升、品类扩充、有税市场拓展共建成长。2023年后，出境客流增加，卷烟出口业务收入持续复苏，2024年卷烟出口收入/销量同比+30%/+19%至15.74亿元/33.4亿支，仍未恢复至2020年以前高点，价格及毛利率持续提升主因公司持续加大自营渠道拓展力度并优化产品结构。公司从2024年9月起正式拓展有税市场，贡献新增长。**品类层面**，公司正从卷烟向雪茄拓展，2025年7月与四川中烟签署“长城”雪茄全球市场独家经销协议、2025年9月与湖北中烟签署黄鹤楼雪茄全球市场（中国内地除外）独家经销协议，看好后续拓展。**从2025H1表现看**，卷烟出口收入同比+0.8%至5.5亿港元。拆分量价：卷烟出口量同比-7.9%，价格同比约+9.4%，毛利率同比+3.5pcts至25.7%，卷烟出口量下滑主因发货节奏影响，预计全年维度稳健增长。

图 30：卷烟出口业务收入（亿港元）及 yoy



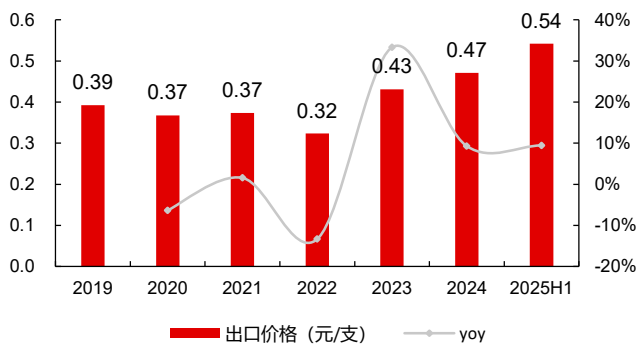
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 31：卷烟出口销量（支）及前十大品规销量占比



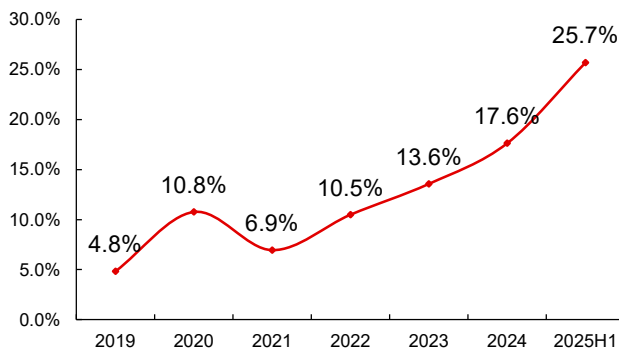
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 32：卷烟出口价格（元/支）及 yoy



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 33：卷烟出口业务毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

全球化发展：内生+外延潜力充沛，关注新型烟草长期发展

从菲莫国际发展历程，看“国际化+新型烟草”发展

复盘菲莫国际历史发展，我们认为“出海+新型烟草”的双重叙事揭示了全球烟草产业发展方向，对于中烟香港后续发展也具备借鉴意义。菲莫国际从传统烟草巨头向“无烟未来”引领者的转型历程，揭示了全球烟草产业向新型烟草发展的方向，从本土烟草巨头

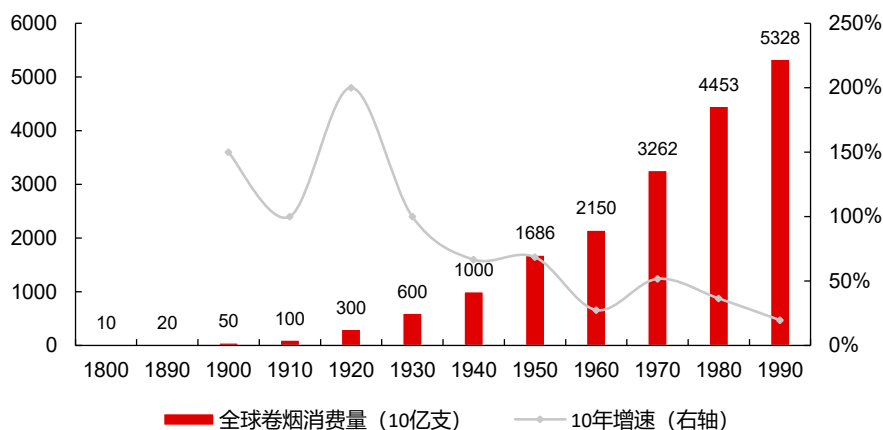
→全球化布局→发展新型烟草，不仅是菲莫国际主动选择的战略调整，也是全球烟草消费趋势、监管政策和技术变革下必然的成长路径。

阶段一：传统烟草快速发展阶段，菲莫国际以营销出圈

全球烟草制品在 20 世纪经历高速发展阶段，同时菲莫国际实现从英国到美国的迈大步。

菲莫国际的成立最早可追溯至 19 世纪中叶，1847 年菲利普·莫里斯先生在英国伦敦的邦德街开了一家售卖烟草和成品香烟的商店，后于 1899 年在纽约设立分公司，正式进入美国市场。此后大半个世纪，全球烟草制品伴随工业革命带动的技术进步、两次世界大战的催化等，迎来高速增长阶段，全球卷烟销量从 1900 年的约 500 亿支快速增长至 1990 年的 5.3 万亿支，其中发达国家卷烟消费量在 20 世纪上半叶增速较快，以美国市场为例，人均卷烟消费量从 1900 年的刚刚发展起步提高到 1960 年的 4000 支以上。

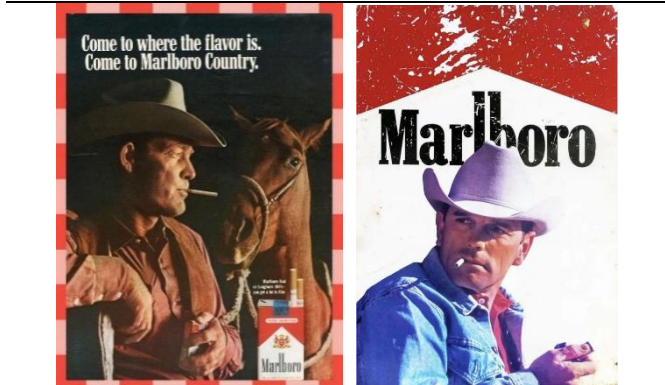
图 34：全球卷烟市场消费量（十亿支）及增速



资料来源：人卫社，长江证券研究所

菲莫国际把握时代发展机遇，通过出色营销实现自身 α 与行业 β 的共振。公司部分知名且成功的营销案例包括：1) 将“硬汉”气质巧妙融入香烟。1954 年，万宝路品牌营销策划人李奥·贝纳巧妙引入美国西部牛仔形象，强调“硬汉”气质，给烟民带来了满足感和优越感，奠定了品牌的文化象征地位；2) 将万宝路融入“美国生活方式”，强化流量的持续性。早期的品牌宣传会采用运动植入、游戏植入等方式，比如漫画书皮展示滑雪运动员形象，滑雪板形似火柴，背景融入烟雾、烟草元素，并标注“不要吸烟”等字样。

图 35: 菲莫国际将“硬汉”气质与香烟融合, 营销出圈



资料来源: PMI, 长江证券研究所

图 36: 万宝路融入“美国生活方式”, 强化流量的持续性

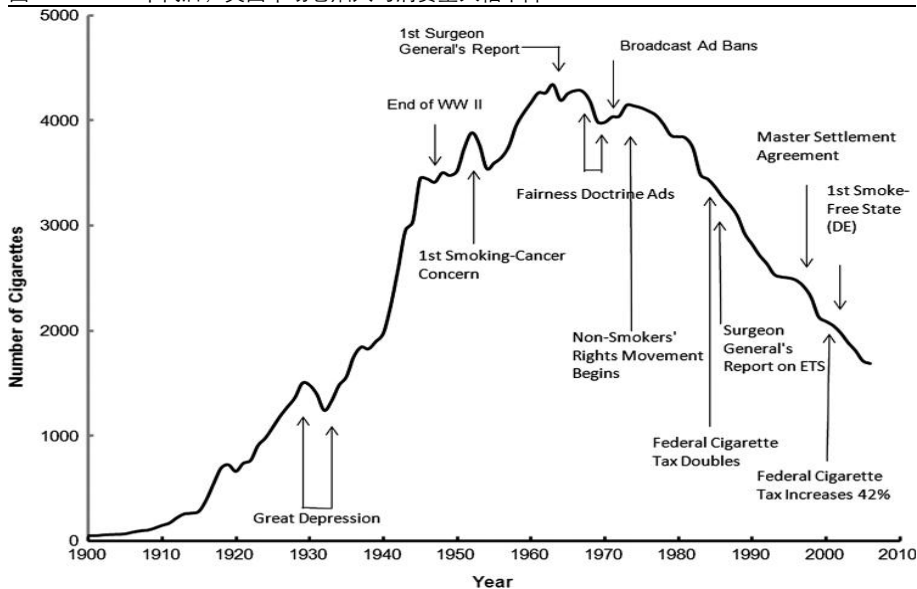


资料来源: PMI, 长江证券研究所

阶段二：控烟运动时代，菲莫国际实现美国烟草龙头到全球烟草巨头的跨越

伴随控烟运动，美国市场进入消费量下滑阶段，菲莫国际通过出海成功破局。1964 年，美国联邦政府发布首份名为吸烟与健康的报告，以政府名义明确地给出了“吸烟危害健康”的权威结论，从而逐步开启全球逐步控烟的新时代，此后发达国家烟草产业受到较大冲击，欧美和多数新兴工业国家卷烟呈现出消费下降趋势。美国市场为例，卷烟销量从 20 世纪 70 年代开始逐渐进入下降通道，与此同时，菲莫国际开始将核心增长战略布局在国际市场扩张方向，成功实现破局。

图 37: 1960 年代后，美国市场卷烟人均消费量大幅下降



资料来源: OWID, 长江证券研究所

菲莫国际通过并购和生产基地全球化，实现从美国烟草龙头到全球烟草巨头的跨越。公司于 1954 年在澳大利亚设立首家海外公司，开启全球化布局；1957 年在瑞士首产万宝路，实现品牌跨国制造；1978 年收购 Liggett Group 获得 L&M 品牌，进军国际卷烟市场，到 1980 年代初，菲莫国际卷烟销售量超过英美烟草成为世界第一大烟草公司；1992

年公司耗资总额 4.2 亿美元收购捷克最大的卷烟厂 Tabak；后陆续在俄罗斯、波兰等地区开展全球化进程。进入 21 世纪，公司国际化的步伐显著加快，在印尼、哥伦比亚、加拿大、法国、菲律宾、英国、丹麦等国家均实现烟草产业布局。2008 年 3 月，为避免国际烟草业务受到美国国内频繁的烟草诉讼影响，菲莫国际从奥驰亚集团单独分拆出来，专门负责运营海外烟草业务，后菲莫国际在纽约证券交易所上市，股票代码为“PM”。

图 38：菲莫国际烟草业务全球化进程中部分收购标的的情况梳理

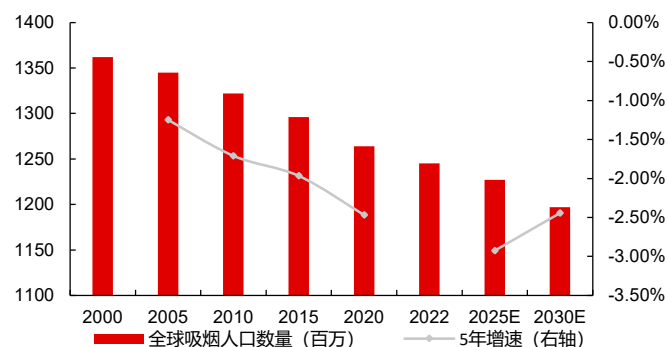
年份	金额	地区	收购标的
1978	1.08亿美元	-	L&M公司国际卷烟业务，获得“蓝星”“切斯特菲尔德”“云雀”等海外销售权
1992	总额达4.2亿美元	捷克	捷克最大卷烟厂Tabak
1993	6000万美元+	俄罗斯	控股俄罗斯卷烟厂Krasnodar Tobacco Factory
1996	3.72亿美元	波兰	控股波兰最大烟草企业ZPTK
1998	3亿美元	美国	利吉特集团三个品牌的美国业务
2005	52亿美元&3亿美元	印度尼西亚	Sampoerna公司40%的股份(52亿美元)
		哥伦比亚	Coltabaco公司98.2%股权（3亿美元）
2008	20亿加元&2.54亿欧元	加拿大	Rothmans Inc(20亿加元)
		法国	Interval(2.54亿欧元)
2010	-	菲律宾	合并福川烟草公司（Fortune Tobacco）形成PMFTC
2014	1.8亿美元	英国	Nicocigs Limited
2021	8.2亿美元	丹麦	尼古丁口香糖制造商企业Fertin Pharma

资料来源：PMI 官网，长江证券研究所

阶段三：传统卷烟市场销量下滑，菲莫国际启动“无烟未来”战略

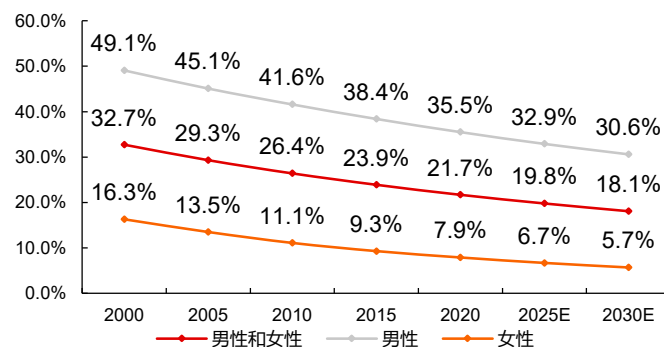
传统烟草市场需求持续下滑，具备“减害”特性的新型烟草产品支撑烟草制品市场规模增长。伴随全球范围内控烟政策的加强、公众对吸烟危害性的认知提升等，全球传统烟草制品需求呈现下滑趋势。根据世界卫生组织发布报告，全球吸烟人口数量从 2000 年的 13.62 亿人下降到 2022 年的 12.45 亿人，预计到 2030 年全球吸烟人口数量将降至 11.97 亿人；全球吸烟人口占比从 2000 年的 32.7% 下降 11pcts 到 2020 年的 21.7%，预计到 2030 年将降至 18.1%。全球卷烟销售量 2009 年至 2023 年复合增速为-0.95%，市场规模的提升更多靠提价支撑。从 2020~2024 年各类烟草制品销售额增速看，具备“减害”特性的新型烟草制品（HNB、雾化烟、尼古丁袋）明显拥有更好的增速表现。

图 39: 全球吸烟人口数量及 5 年增速



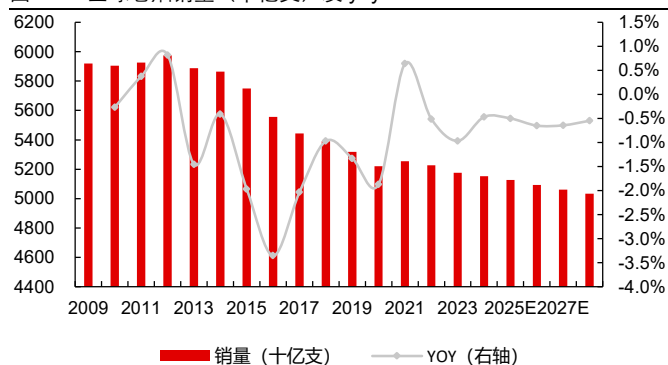
资料来源: 世卫组织, 长江证券研究所

图 40: 全球吸烟人口的性别结构 (吸烟者占总人口的比例)



资料来源: 世卫组织, 长江证券研究所

图 41: 全球卷烟销量 (十亿支) 及 yoy



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 42: 2020~2024 年世界各类烟草制品销售额增速

类别	年份				
	2020	2021	2022	2023	2024
卷烟	1.0%	5.2%	-3.1%	1.5%	1.5%
雪茄	8.6%	8.2%	-0.6%	-3.0%	0.1%
手卷烟和斗烟烟丝	14.0%	11.5%	-9.2%	3.2%	2.1%
加热卷烟	31.0%	31.3%	10.4%	12.2%	12.7%
电子烟	-16.8%	10.1%	6.7%	15.6%	9.5%
传统口含烟	1.5%	1.9%	2.0%	2.2%	-0.1%
尼古丁袋	151.5%	93.8%	47.3%	60.0%	51.0%

资料来源: 世界烟草发展报告, 长江证券研究所

面对传统烟草市场的下滑, 菲莫国际重构业务结构、前瞻启动新型烟草布局。2014 年公司在日本名古屋和意大利推出第一代 IQOS 产品, 标志着菲莫国际从传统烟草巨头向“无烟未来”战略推动者的转型正式启动。2016 年, 菲莫国际公开宣布“无烟未来”(Smoke-Free Future) 战略, 成为全球烟草行业转型的标志性事件。公司明确表示目标在未来 10-15 年内逐步停止销售传统卷烟, 并计划首先在日本实现这一转变。这一战略不仅反映了企业对市场趋势的判断, 更揭示了整个烟草产业的结构变革方向。2023 年, 公司宣布计划到 2030 年, 其营收的三分之二以上将来自新型烟草产品。

图 43：菲莫国际 2014 年以来推进无烟未来战略发展的里程碑和效果

年份	PMI 新型烟草发展里程碑	效果
2014	PMI 宣布投资 5 亿欧元在意大利建立其首个无烟产品工厂；PMI 在意大利和日本试点首代 IQOS。	-
2015	PMI 在葡萄牙、罗马尼亚、俄罗斯和瑞士的主要城市推出 IQOS；PMI 在西班牙和以色列推出基于其与 Altria 集团的交叉许可协议的电子烟产品。	-
2016	PMI 宣布其愿景是创造无烟未来，并开始将资源转向科学证明的无烟产品的开发和负责的营销；PMI 向美国 FDA 提交了 IQOS 的 MRTP 申请。	在 21 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 150 万
2017	PMI 向美国 FDA 提交 IQOS 的烟草产品上市前申请。	在 38 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 470 万
2018	PMI 发布 IQOS 3 和 IQOS 3 MULTI。	在 44 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 660 万
2019	PMI 发布 IQOS 3 DUO；FDA 批准 IQOS 在美国销售，确认其对保护公众健康是适当的。	在 52 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 970 万
2020	FDA 批准 IQOS 2.4 在美国作为修改风险烟草产品上市；PMI 董事会重申公司致力于实现其企业目标，即创造一个无烟的未来。	在 64 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 1270 万
2021	IQOS ILUMA 正式推出；PMI 收购了 Fertin Pharma、OtiTopic 和 Vectura，为提供尼古丁以外的产品提供了增长机会。	在 71 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 1530 万
2022	IQOS 推出 BONDS；PMI 与奥驰亚终止在美国的 IQOS 商业合作关系，2024 年 4 月起，PMI 将获得 IQOS 在美国的全部商业权利；PMI 收购瑞典火柴。	在 73 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 1780 万
2023	PMI 宣布，到 2030 年，其营收的三分之二以上将来自新型烟草产品。	在 95 个市场，已停止吸烟并改用 IQOS 的成年人数量达到 2210 万

资料来源：菲莫国际官网，长江证券研究所

巴西经营业务：鉴往知来，关注后续中烟体系内境外资产整合

重申中烟香港的定位和使命。作为中国烟草体系内唯一烟草业务上市公司，中烟香港是指定的：**1) 境外资本运作核心平台；2) 国际业务拓展核心平台。**长期有望通过持续培育核心业务、开展跨国并购等，逐步成为具有国际竞争力的一流烟草企业。

鉴往：2021 年公司收购中烟巴西，打造境外资产整合样板

公司以 7.2X 当期 PE 战略收购中巴公司：2021 年 9 月，公司与中烟国际签订配额购买协议，以 6340 万美元（约 4.95 亿港元）收购中烟巴西 100% 股权，并实际控股 CBT（中烟巴西/联一巴西分别持有 51%/49%），2020 年中烟巴西实现除税后净利润 6827.3 万港元，对应当期 PE 约 7.2X。CBT 于 2020 年实现烟草年销量约 4.06 万吨，实现收入/净利润 10.6/1.4 亿港元。CBT 在巴西拥有丰富的烟叶种植资源和成熟的加工设施，拥有超过 2 万户签约农户，通过此次收购，中烟香港实现了向烟叶供应链上游涉足，不仅能更好地控制原料供应，还能降低采购成本、提升产业链地位和业务盈利能力。

图 44：巴西业务经营业务概览

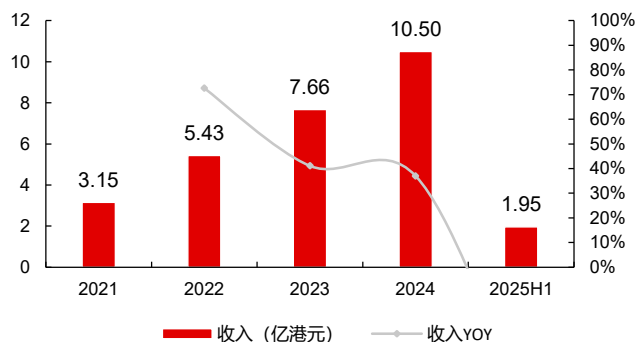


资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

巴西经营业务稳步提升，彰显资产优质属性。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，CAGR 为 49.4%，剔除自然天气影响，整体呈现量价齐升

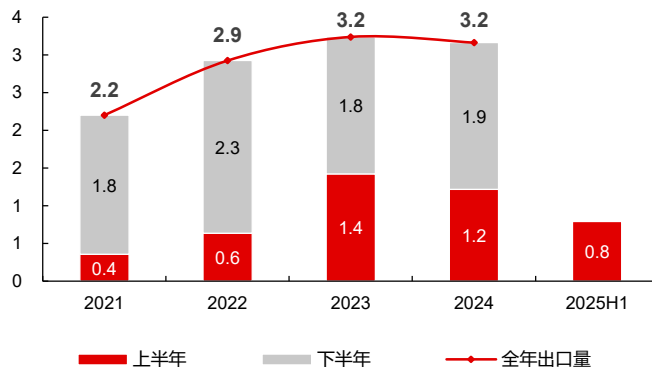
趋势，毛利率基本在 15%-25%之间波动，高于公司整体盈利水平。从 2025H1 表现看，巴西经营业务收入同比-50.3%至 2.0 亿港元，估计主因船期延迟影响，全年维度预计巴西业务将维持稳健增长表现。

图 45：巴西经营业务收入及 yoy



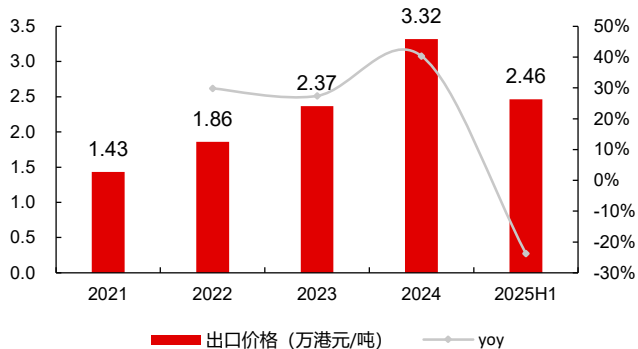
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 46：巴西经营业出口量（万吨）



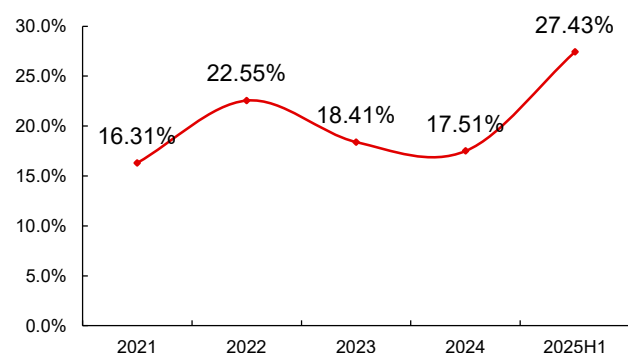
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 47：巴西经营业务价格及 yoy



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 48：巴西经营业务毛利率



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

知来：内生+外延，关注海外资产注入后续进展

中烟境外资产储备丰富，公司内生&外延空间广阔。1) 体系内方向：中烟体系在海外有大量优质资产，涵盖烟叶种植、卷烟生产、品牌合作及销售网络建设等全产业链。根据公开资料梳理，中烟体系内现有海外资产实体项目大约在 20+，均为公司整合潜在标的，初步估计整合空间至少为公司现有体量翻倍以上；2) 体系外方向：复盘国际烟草龙头，并购整合是持续扩张重要途径，看好公司海外持续拓展，潜在空间广阔。

图 49：中国烟草海外业务情况梳理

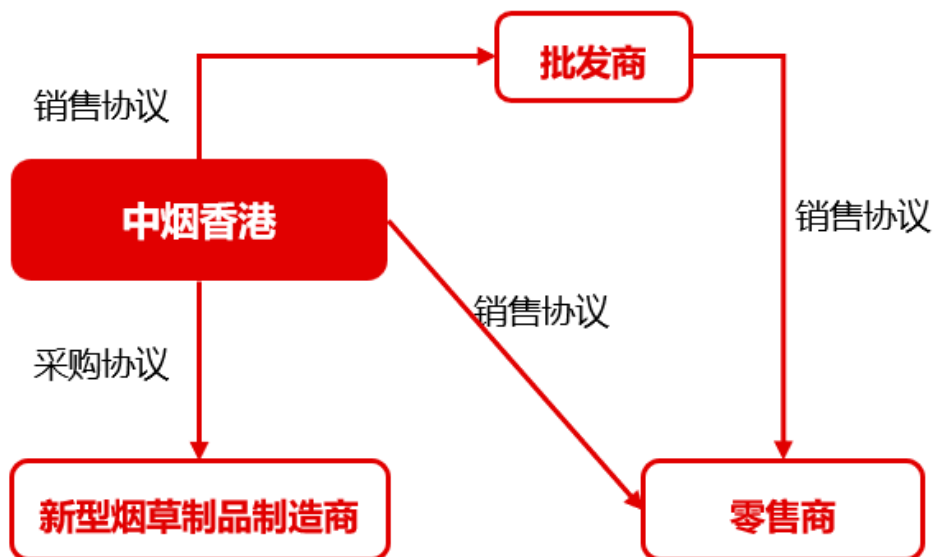
项目名称	地点	控制方式	主营业务	经营情况
中烟国际集团旗下				
天泽烟草有限责任公司	津巴布韦	全资控股	负责津巴布韦及南部非洲其他国家的烟叶种植、收购与进出口贸易	2023年，津巴布韦的旗舰产品“黄金叶”烟草产量创下历史记录，达到2.96亿公斤
中烟国际（北美）股份有限公司	美国	全资控股	负责美洲市场的烟叶采购及供应	-
中烟非莫国际有限公司（CTPM）	瑞士	与非莫国际合资（各持股50%）	负责在波兰、俄罗斯、巴西等十个有税市场培育非莫和中烟品牌。	-
中烟英美烟草国际有限公司	中国香港	与英美烟草合资	拥有“双喜”品牌（不含中国内地市场）和“SE555”品牌全球所有权	-
中烟国际阿根廷有限公司	阿根廷	参股	中烟海外烟叶供应商之一	2020年及2021年，中国烟草在阿根廷的采购总量均接近1万吨(成品)
地方烟草公司旗下				
威尼顿集团有限公司	柬埔寨	广东中烟持股80%	东南亚地区知名的国际性卷烟生产基地，有“吴哥”、“利是”、“椰树”、“金宝”、“皇冠”五大品牌	年卷烟生产能力75亿支，资产总额7315万美元，2022年在柬埔寨国内卷烟市场占有率超40%
金叶卷烟厂（澳门）有限公司	中国澳门	广东中烟、广东烟草分别持股55%/26%	授权生产“双喜”、“MU”等品牌，主要销往中国内地免税、香港、澳门、中东、非洲、太平洋岛屿地区	年卷烟生产能力30亿支，总资产41893万港元
地平线国际合资有限公司	中国香港	云南中烟与帝国烟草合资	经营“威斯”“翡翠”等品牌卷烟及细切烟草	-
中烟国际中东公司	迪拜	云南中烟投资设立	负责中东非洲区域内中国卷烟销售业务	-
中烟国际欧洲有限公司	罗马尼亚	安徽中烟（控股股东）、云南中烟红塔和陕西中烟合资	开拓欧洲市场的销售公司及业务运作	-
蒙古烟草有限责任公司	蒙古	陕西中烟控股	生产“红鹰”、“金叶丛”、“蒙古包”、“好运”、“DUBLISS”、“HOUWANG”6个品牌的卷烟	年产能20亿支以上，市场占有率超过50%
老挝寮中红塔好运烟草有限公司	老挝	红塔集团持股61%	烟叶种植基地、烟丝加工基地、东南亚市场卷烟加工基地和销售中心	-
香港红塔国际烟草有限责任公司	中国香港	红塔集团子公司，后整合成为“红塔国际公司”	以加工红塔集团出口国际市场的混合型卷烟为主，面向日本、台湾、东南亚、非洲等市场	-
阿联酋环球烟草公司	阿联酋	浙江中烟与瓦达尼亚公司境外合资	主营“摩登”品牌卷烟，移植生产主销产品，拓展中东市场	-
科伦印象有限责任公司	印度尼西亚	浙江中烟、塞班国际、印尼韦查耶公司合资建立	生产“摩登”、“大红鹰”品牌，销往印尼各地及东南亚各国市场。	-
朝鲜平壤白山烟草有限责任公司等三家	朝鲜	中朝合资（吉林烟草工业公司出资占比51%）	生产“平壤”、“长白山”品牌	2022年设计生产能力达到80万件，占朝鲜卷烟供应总量的40%左右
其他重要境外布局				
中烟国际巴西有限公司	巴西	中烟香港全资控股，并实际控制其附属公司（CBT持股51%）	负责巴西核心产区的烟叶生产、收购、加工、销售及出口	2024年向中国以外地区出口烟叶类产品数量31672吨，营业收入1049.6百万港元，毛利183.8百万港元
迪拜瑞世达贸易有限责任公司	阿联酋	中国烟草驻迪拜公司	负责中东市场卷烟及烟叶销售	-
湖南中烟驻巴拿马工厂	巴拿马	与当地德伦公司合作建设，新加坡OVERSEAS UNITED公司投资	面向中南美洲市场的卷烟加工厂	-
中国烟草国际有限公司驻莫斯科代表处	俄罗斯	下属机构	辐射俄罗斯及独联体国家市场	-
中国烟草日本株式会社	日本	-	拓展日本及周边市场	-

资料来源：中国烟草官网，中烟各下属公司，国家发展和改革委员会，东方烟草网，烟草在线，长江证券研究所

新型烟草出口业务：顺应全球新烟趋势，长期发展可期

独家经营的全球化布局赛道，业务模式清晰且聚焦核心市场。公司与云南、湖北、四川、江苏等地的工业公司（新型烟草制品制造商）签订**采购**协议，目前主要产品为 HNB 烟草制品；向中国以外的零售商**销售**，当前重点开拓东南亚、泛俄地区、中东、欧洲及东欧市场等，旗下 HNB 产品涵盖湖北中烟、云南中烟、四川中烟等 24 个经营品牌；**定价**层面采用成本加成模式，加价率不低于 1%。

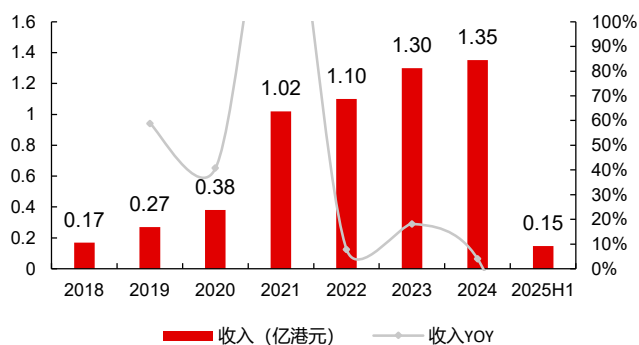
图 50：中烟香港新型烟草出口业务模式概览



资料来源：公司公告，长江证券研究所

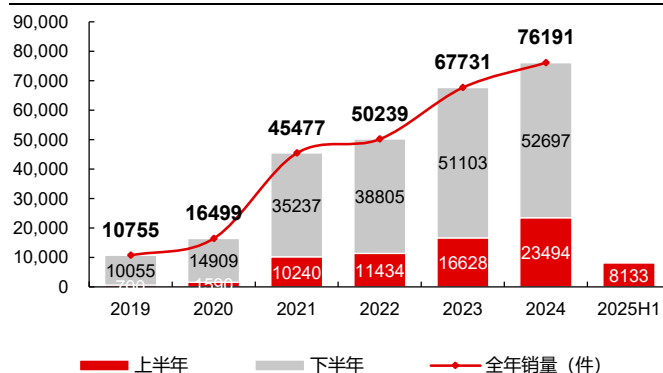
新烟业务出口量整体呈现增长趋势，盈利能力稳步提升。2018-2024 年，新型烟草收入从 0.17 亿港元增长至 1.35 亿港元，CAGR 为 41%。拆分量价，整体呈现量增价降的趋势，但毛利率稳步增长至约 5% 左右水平。**2025H1 表现看**，新型烟草收入同比-66.4% 至 0.1 亿港元，业务承压估计主因东南亚市场准入认证趋严（如柬埔寨）以及中东地缘冲突，导致出货不畅，但新烟业务仍为公司重点战略方向。**考虑到全球新型烟草发展大势所趋，且中国目前尚未放开新型烟草产品管控，持续关注产业变化趋势，若中烟各地方工业公司推出具备竞争力的新型烟草产品，有望丰富公司出海武器库，长期发展可期。**

图 51：新型烟草出口业务营收及 yoy



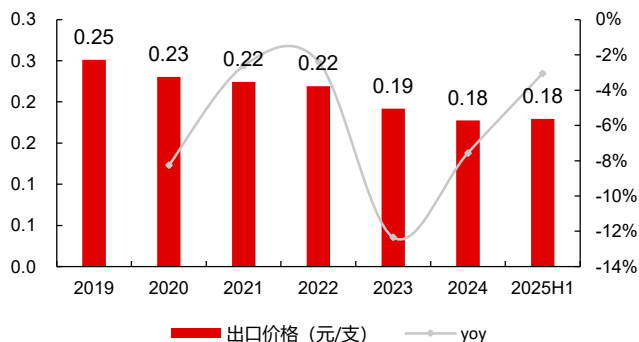
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 52：新型烟草出口业务销量 (件)



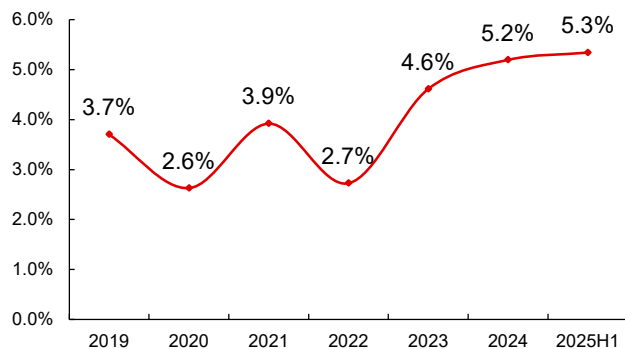
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 53: 新型烟草出口业务价格及 yoy



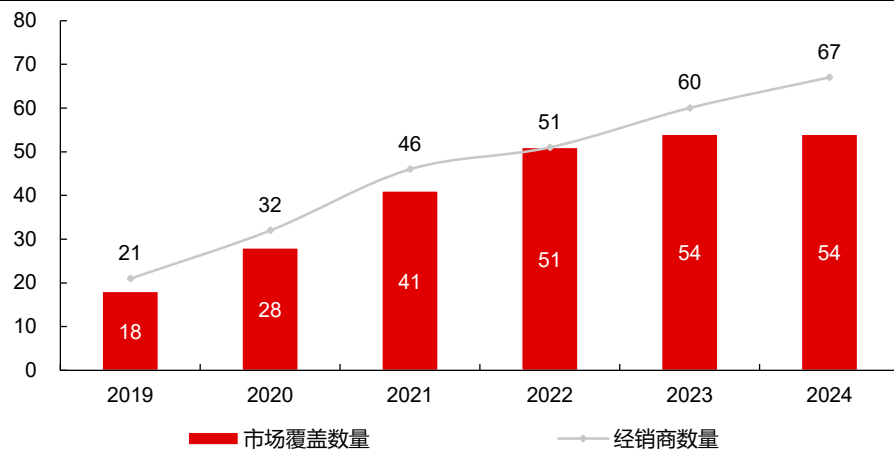
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 54: 新型烟草业务毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 55: 新型烟草业务市场覆盖数量及经销商数量 (单位: 个)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

盈利预测

烟叶类产品进口: 进口量方面, 估计 2025 年阶段性受美国进口影响增长降速, 2026-2027 年恢复稳步增长, 预计 2025-2027 年进口量同比+3%/+5%/+6%; 价格方面, 2025H2 伴随烟季切换, 预计采购成本下降, 预计 2025-2027 年单价同比+5%/+3%/+3%。综合量价因素考虑, 预计 2025-2027 年公司烟叶类产品进口收入分别+8%/+8%/+9%, 毛利率预计 2025 年小幅下降、2026-2027 年同比小幅提升。

烟叶类产品出口: 出口量方面, 公司积极拓展新市场新客户 (欧洲为主) 有望带动出口量持续增长, 预计 2025-2027 年出口量同比+12%/+6%/+5%; 价格方面, 公司持续优化定价策略, 有望逐步提升销售单价, 预计 2025-2027 年单价同比+10%/+3%/+3%。综合量价因素考虑, 预计 2025-2027 年公司烟叶类产品进口收入分别+23%/+9%/+8%, 毛利率有望延续小幅持续提升趋势。

卷烟出口业务: 出口量方面, 2025H1 同降 8% 主因发货节奏影响, 2025 全年有望实现增长, 公司正积极扩充雪茄品类和拓展有税市场销售, 预计 2025-2027 年出口量同比

+8%/+8%/+8%；价格方面，看好公司持续加大自营渠道拓展力度并优化产品结构带动单价提升，预计 2025-2027 年单价同比+5%/+5%/+5%。综合量价因素考虑，预计 2025-2027 年公司卷烟出口收入分别+13%/+13%/+13%，毛利率有望延续小幅提升趋势。

新型烟草制品出口业务：出口量方面，2025H1 承压估计主因东南亚市场准入认证趋严（如柬埔寨）以及中东地缘冲突，导致出货不畅，但新烟业务仍为公司重点战略方向，预计 2025-2027 年出口量同比-10%/+15%/+15%；价格方面，预计整体延续小幅下降趋势但降幅收窄，预计 2025-2027 年单价同比-2%/-2%/-1%。综合量价因素考虑，预计 2025-2027 年公司新烟收入分别-12%/+13%/+14%，毛利率有望延续小幅提升趋势。

巴西经营业务：出口量方面，2025H1 同降 35%估计主因船期延迟影响，2025 全年维度预计经营稳健、业务量同比小幅增长，预计 2025-2027 年出口量同比+5%/+10%/+10%；价格方面，预计整体延续增长趋势，2025-2027 年单价同比+3%/+5%/+5%。综合量价考虑，预计 2025-2027 年巴西经营收入分别+8%/+16%/+16%，毛利率有望持续提升。

考虑到中烟出海战略以及全球新型烟草发展趋势，中烟香港未来发展可对标全球烟草巨头菲莫国际，远期成长空间广阔。综合来看，预计公司 2025-2027 年归母净利润 9.4/10.8/12.3 亿港元，对应 PE 25/22/19x，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 56：中烟香港收入拆分及盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
中烟香港													
总收入	63.10	78.07	70.33	69.77	34.81	80.64	83.24	118.36	130.74	103.16	144.88	158.79	174.82
总收入YOY		23.72%	-9.92%	27.65%	-61.22%	131.67%	3.23%	42.19%	10.46%	18.52%	10.82%	9.60%	10.10%
总成本	58.22	73.13	66.60	85.58	33.43	76.19	74.80	107.48	116.97	93.70	129.47	141.21	154.93
总成本YOY		25.61%	-8.93%	28.50%	-60.94%	127.90%	-1.82%	43.68%	8.83%	21.06%	10.69%	9.07%	9.71%
总毛利	4.89	4.94	3.73	4.19	1.38	4.45	8.44	10.88	13.78	9.46	15.42	17.57	19.89
综合毛利率	7.75%	6.33%	5.30%	4.67%	3.96%	5.52%	10.14%	9.19%	10.54%	9.17%	10.64%	11.07%	11.38%
归母净利润	3.35	3.44	2.59	3.19	0.95	7.03	3.75	5.99	8.54	7.06	9.43	10.80	12.32
归母净利润YOY		2.92%	-24.64%	22.91%	-70.15%	562.29%	-46.66%	59.71%	42.58%	9.79%	10.40%	14.58%	14.11%
归母净利率	5.30%	4.41%	3.69%	3.55%	2.73%	8.72%	4.50%	5.06%	6.53%	6.85%	6.51%	6.80%	7.05%
员工成本			0.26	0.27	0.45	0.78	1.03	1.03	1.07				
员工数量			27	30	29	211	245	281	318				
——巴西				0	181	214	239	265					
——香港			27	30	29	30	31	42	53				
烟叶类产品进口业务													
收入(亿港元)	40.6	54.9	43.4	46.3	13.5	51.8	54.3	80.8	82.5	84.0	89.10	96.36	105.20
收入YOY		35.04%	-20.95%	6.75%	-70.83%	283.27%	4.77%	48.92%	2.17%	23.50%	7.94%	8.15%	9.18%
成本(亿港元)	38.90	52.19	41.18	43.71	12.77	48.62	47.75	73.47	74.29	77.12	80.54	86.72	94.47
成本YOY		34.16%	-21.10%	6.14%	-70.78%	280.74%	-1.79%	53.86%	1.11%	27.31%	8.42%	7.67%	8.94%
毛利(亿港元)	1.74	2.69	2.20	2.60	0.74	3.16	6.50	7.32	8.26	6.87	8.55	9.64	10.73
毛利率	4.28%	4.90%	5.07%	5.6%	5.5%	6.1%	12.0%	9.1%	10.0%	8.2%	9.60%	10.00%	10.20%
进口量(万吨)				8.73	2.25	9.72	9.20	11.72	11.20	9.79	11.51	12.09	12.81
YOY					-74%	333%	-5%	27%	-4%	2.5%	5%	5%	6%
进口价格(万港元/吨)				5.31	6.01	5.32	5.90	6.89	7.37	8.58	7.74	7.97	8.21
YOY					13%	-11%	11%	17%	7%	20%	5%	3%	3%
烟叶类产品出口业务													
收入(亿港元)	16.17	18.95	11.79	21.58	19.34	22.97	21.22	16.52	20.62	11.56	25.40	27.73	29.99
收入YOY		17.19%	-37.78%	83.04%	-10.38%	18.77%	-7.62%	-22.14%	24.78%	25.92%	23.20%	9.18%	8.15%
成本(亿港元)	15.52	18.28	11.41	21.04	18.88	22.34	20.67	16.07	19.78	10.93	24.00	26.18	28.28
成本YOY		17.78%	-37.58%	84.40%	-10.27%	18.33%	-7.48%	-22.25%	23.07%	22.81%	21.36%	9.06%	8.04%
毛利(亿港元)	0.65	0.67	0.38	0.54	0.46	0.63	0.55	0.45	0.84	0.63	1.40	1.55	1.71
毛利率	4.02%	3.54%	3.22%	2.5%	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%	4.1%	5.5%	5.50%	5.60%	5.70%
出口量(万吨)				8.55	8.20	10.17	9.55	7.05	8.35	3.85	9.35	9.91	10.40
YOY					-4%	24%	-6%	-26%	18%	13%	12%	6%	5%
出口价格(万港元/吨)				2.53	2.36	2.26	2.22	2.34	2.47	3.00	2.72	2.80	2.88
YOY					-7%	-4%	-2%	5%	5%	12%	10%	3%	3%
卷烟出口业务													
收入(亿港元)	6.30	4.24	14.98	21.61	1.58	1.73	1.24	12.09	15.74	5.52	17.85	20.24	22.95
收入YOY		-32.70%	253.30%	44.26%	-92.69%	9.49%	-28.32%	875.00%	30.16%	0.82%	13.40%	13.40%	13.40%
成本(亿港元)	3.79	2.66	13.85	20.57	1.41	1.61	1.11	10.45	12.96	4.10	14.54	16.39	18.47
成本YOY		-29.82%	420.68%	48.52%	-93.15%	14.18%	-31.06%	841.44%	24.04%	-3.73%	12.20%	12.70%	12.70%
毛利(亿港元)	2.51	1.58	1.13	1.04	0.17	0.12	0.13	1.64	2.77	1.42	3.30	3.84	4.47
毛利率	39.84%	37.26%	7.54%	4.8%	10.8%	6.9%	10.5%	13.6%	17.6%	25.7%	18.50%	19.00%	19.50%
出口量(万支)				550582	42985	46346	38331	280387	333970	101852	360688	389543	420706
YOY					-92%	8%	-17%	631%	19%	-8%	8%	8%	8%
出口价格(元/支)				0.39	0.37	0.37	0.32	0.43	0.47	0.54	0.49	0.52	0.55
YOY					-6%	2%	-13%	33%	9%	9%	5%	5%	5%
新型烟草制品出口业务													
收入(亿港元)			0.17	0.27	0.38	1.02	1.10	1.30	1.35	0.15	1.19	1.35	1.54
收入YOY				58.82%	40.74%	168.42%	7.84%	18.18%	3.99%	-66.44%	-11.80%	13.28%	13.85%
成本(亿港元)			0.17	0.26	0.37	0.98	1.07	1.24	1.28	0.14	1.13	1.27	1.44
成本YOY				52.94%	42.31%	164.86%	9.18%	15.89%	3.35%	-66.64%	-11.99%	12.56%	13.24%
毛利(亿港元)			0.00	0.01	0.01	0.04	0.03	0.06	0.07	0.01	0.06	0.08	0.10
毛利率			0.0%	3.7%	2.6%	3.9%	2.7%	4.6%	5.2%	5.3%	5.40%	6.00%	6.50%
出口量(万支)			10755	16499	45477	50239	67731	76191	8133	68572	78858	90686	
YOY					53%	176%	10%	35%	12%	-65%	-10%	15%	15%
出口价格(元/支)				0.25	0.23	0.22	0.22	0.19	0.18	0.18	0.17	0.17	0.17
YOY					-8%	-3%	-2%	-12%	-8%	-3%	-2%	-2%	-1%
来自巴西的其他业务													
收入(亿港元)						3.15	5.43	7.66	10.50	1.95	11.35	13.11	15.14
收入YOY							72.61%	41.07%	36.98%	-50.33%	8.15%	15.50%	15.50%
成本(亿港元)						2.63	4.21	6.25	8.66	1.42	9.25	10.65	12.27
成本YOY							59.75%	48.62%	38.48%	-56.44%	6.85%	15.15%	15.14%
毛利(亿港元)						0.51	1.22	1.41	1.84	0.54	2.10	2.46	2.88
毛利率						16.31%	22.55%	18.41%	17.51%	27.43%	18.50%	18.75%	19.00%
出口量(万吨)						2.20	2.92	3.24	3.16	0.79	3.32	3.65	4.02
YOY							33%	11%	-2%	-35%	5%	10%	10%
出口价格(万港元/吨)						1.43	1.86	2.37	3.32	2.46	3.42	3.59	3.77
YOY							30%	27%	40%	-24%	3%	5%	5%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

风险提示

- 1、国家烟草专卖制度发生重大变化：**公司是中烟体系内承载“国际业务拓展+资本市场运作”使命的独家营运实体，若国家烟草专卖制度发生重大变化，或影响公司部分业务的独家经营特性。
- 2、全球贸易摩擦大幅加剧：**若全球贸易摩擦大幅加剧，或影响公司贸易业务正常经营。
- 3、新型烟草制品发展不及预期：**若海外烟草公司推出强竞争力新型烟草产品，或公司主要供应商停止产品研发制造，可能影响公司新型烟草制品出口业务发展。
- 4、主要烟叶产区气候出现极端变化：**烟叶种植对气候条件较为敏感，若主要烟叶产区出现极端气候影响，或影响公司烟叶相关业务发展。
- 5、盈利预测不及预期。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，随着公司内生外延同步推进，预计公司利润将显著提升。预计公司 2025、2026、2027 年营收分别为 144.88、158.79、174.82 亿港元，增速分别为+10.8%、+9.6%、+10.1%，归母净利润分别为 9.43、10.80、12.32 亿港元，增速分别为+10.4%、+14.6%、+14.1%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若国家烟草专卖制度发生重大变化、全球贸易摩擦大幅加剧、新型烟草制品发展不及预期、主要烟叶产区气候出现极端变化等，公司未来收入/业绩可能会受到影响。假设极端悲观情况下，2025、2026、2027 年收入分别降至 143.2、156.0、170.1 亿港元，增速分别为+9.5%、+9.0%、+9.0%，毛利率分别降低至 10.2%、10.5%、10.8%，则对应测算归母净利润同比增速将分别降低至+9.0%、+10.0%、+11.0%。

表 1：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿港元）

	基准情形				悲观情形			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	130.74	144.88	158.79	174.82	130.74	143.16	156.05	170.09
—YoY	10.46%	10.82%	9.60%	10.10%	10.46%	9.50%	9.00%	9.00%
毛利率	10.54%	10.64%	11.07%	11.38%	10.54%	10.20%	10.50%	10.80%
归母净利润	8.54	9.43	10.80	12.32	8.54	9.31	10.24	11.36
—YoY	42.58%	10.40%	14.58%	14.11%	42.58%	9.00%	10.00%	11.00%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。