

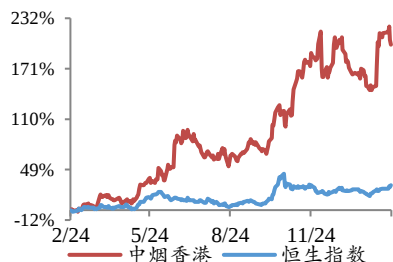
承载中烟全球化使命，前路星辰大海

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-02-07

收盘价 (港元)	26.80
近 12 个月最高/最低 (港元)	29.25/9.03
总股本 (百万股)	692
流通股本 (百万股)	692
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿港元)	185
流通市值 (亿港元)	185

公司价格与恒生指数走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucal@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

主要观点：

● 概况：重组天利国际业务版图，打造境外战略桥头堡

中烟香港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。公司成立于 2004 年，于 2018 年进行重组，于 2019 年于港交所上市，是中国烟草总公司旗下第一个登陆资本市场的子公司。公司核心业务包括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。根据公司官网数据，目前，中烟香港经营业务领域涵盖新型烟草、卷烟、烟叶及雪茄等品类，市场区域覆盖东亚、东南亚、南北美、中东欧等 50 余个国家和地区，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。公司业绩持续稳定增长，2016-2023 年，公司营业收入由 63.10 亿港元增长至 118.36 亿港元，CAGR 为 9.40%；归母净利润由 3.35 亿港元增长至 5.99 亿港元，CAGR 为 8.67%。根据公司 2024 年 12 月公告，预计 2024 年公司归母净利润同比增幅不低于 30%。

● 行业：高价格&新市场&新产品，驱动市场持续增长

1) 高价格：近年来，在全球不断推进控烟背景下，成人烟民数量和卷烟销量持续下降，卷烟市场规模的增长主要由单价和人均消费额增长贡献。烟草属于成瘾类的消费品，价格弹性低，只要提价幅度小于收入增长幅度，即可负担，中国烟草通过持续的产品结构升级推动价格提升。**2) 新市场：**回顾历史，卷烟工业化后烟草巨头进行了全球烟草版图扩张，而菲莫国际 2008-2016 年间，亦由区域扩展贡献核心业绩增量。**3) 新产品：**控烟与减害背景下，新型烟草市场规模稳步较快增长。此外，在卷烟增长受限情况下，电子烟产品能够为国家税收提供增量补充，且对于企业而言，推行电子烟能够显著减税，释放净收入与毛利空间。

● 公司：承载中烟全球化使命，前路星辰大海

在战略意义层面，海外烟草经营需要专业营运平台，中烟香港作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，承载了中国烟草全球化战略使命。展望未来，公司将逐步集中和整合 CNTC 集团的各类海外资源（包括销售渠道、卷烟品牌、可持续且充足的烟草制品供应及人力资源等），成为全球烟草行业更具竞争力的市场参与者。**在具体业务层面**，烟叶进出口业务为公司业绩基本盘，提供安全边际，在量价拆分下，未来增长有望持续稳定。此外，公司积极拓展卷烟及新型烟草出口，培育新增长点。免税卷烟出口业务的疫后恢复红利有望持续 2-3 年，公司将扩大销售渠道、优化产品组合及扩张地理覆盖范围，增加免税卷烟的市场份额，且从 2024 年 9 月起，公司正式拓展有税市场，贡献新增长来源。新型烟草制品出口业务在差异化竞争策略下，公司积极拓展主要市场，把握全球 HNB 发展机遇。**在保障股东权益方面**，公司盈利能力良好、现金流充裕，为更好地回馈

股东、共享发展成果，持续稳定派息。

● 投资建议

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，承载中烟全球化使命。从安全边际来看，公司烟叶进出口业务为特许经营权下的基本盘，商业模式决定盈利能力稳定，现金流优秀，卷烟及新型烟草出口提供新增长点，伴随全球烟草市场持续稳定增长和公司份额提升，公司业绩有望持续稳定增长。从远期空间看，中烟香港承载中烟海外业务的战略重任，公司将逐步集中和整合中烟的各类海外资源，成为全球烟草行业更具竞争力的市场参与者。我们预计公司2024-2026年营业总收入为133.06/147.13/160.55亿港元，同比增长12%/11%/9%，归母净利润为8.04/9.34/10.62亿港元，同比增长34%/16%/14%，截至2025年2月6日，对应EPS为1.16/1.35/1.54港元，对应PE为23.04/19.85/17.45倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

与国家烟草专卖制度发生任何重大变化或被废除有关的风险，烟草制品的全球需求及消费减少风险，进出口管制收紧及其他贸易限制风险，与客户业务关系发生变化风险，存货报废的风险，外汇风险。

● 重要财务指标

单位:百万港元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	11836	13306	14713	16055
收入同比（%）	42%	12%	11%	9%
归母净利润	599	804	934	1062
归母净利润同比（%）	60%	34%	16%	14%
ROE（%）	24.01%	26.90%	23.69%	21.15%
每股收益（港元）	0.87	1.16	1.35	1.54
市盈率（P/E）	11.34	23.04	19.85	17.45

资料来源：wind，华安证券研究所（截至2025年2月6日）

正文目录

1 概况：重组天利国际业务版图，打造境外战略桥头堡	6
1.1 中烟香港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	6
1.2 中烟系股权集中，管理体系稳定	7
1.3 业绩持续稳定增长，盈利能力提升明显	9
2 行业：高价格&新市场&新产品，驱动市场持续增长	10
3 公司：承载中烟全球化使命，前路星辰大海	15
3.1 海外烟草经营需专业营运平台，中烟香港承载全球化使命	15
3.2 烟叶进出口业务为基本盘，提供安全边际	21
3.3 积极拓展卷烟及新型烟草出口，培育新增长点	24
3.4 持续稳定派息，保障股东权益	27
4 盈利预测及投资建议	28
5 风险提示	30
财务报表与盈利预测	32

图表目录

图表 1 中烟香港五大业务概况	6
图表 2 中烟香港发展历程和中国烟草政策发展历程	7
图表 3 中烟香港股权结构图（截至 2024H1）	7
图表 4 公司核心管理层团队情况	8
图表 5 2016-2024 年 H1 中烟香港营收及 YoY（亿港元，%）	9
图表 6 2016-2024 年 H1 中烟香港分业务营收（亿港元）	9
图表 7 2016-2024H1 中烟香港分业务毛利率（%）	10
图表 8 2016-2024H1 中烟香港毛利率及净利率（%）	10
图表 9 2009-2023 年全球卷烟市场规模的量价拆分	11
图表 10 2009-2023 年中国卷烟市场规模的量价拆分	11
图表 11 2001-2016 年平均卷烟支付能力：平均 RPI、IPC 和 CAI	12
图表 12 2001-2016 年低价卷烟支付能力：低价 RPI、IPC 和 CAI	12
图表 13 1998 年与 2023 年卷烟消费税变化对比	12
图表 14 2007-2021 年五类卷烟销量占比（%）	12
图表 15 2023 年中国卷烟价格和品类矩阵	13
图表 16 一类高端卷烟中“细短中爆”价格矩阵	13
图表 17 世界烟草发展史—烟草黄金发展期（海外）	13
图表 18 2008-2016 年 PMI 来自各个地区的收入占比（%）	14
图表 19 2009-2016 年 PMI 旗下万宝路品牌在不同地区的市场份额（%）	14
图表 20 2009-2023 年全球无烟气烟草制品销售额及量价拆分	14
图表 21 PMI IQOS 产品的 10 年迭代	15
图表 22 2017-2023 年 RRP 系列收入及在 PMI 营业收入中的占比（百万美元，%）	15
图表 23 2016-2023 年 PMI 的收入、成本和税金情况（亿美元）	15
图表 24 中国烟草产业链情况	16
图表 25 中国烟草组织制度结构概况	16
图表 26 中国现行烟草税制基本情况	16
图表 27 2008-2023 年烟草行业实现税利总额及 YoY（亿元，%）	16
图表 28 中国烟草发展历程	17
图表 29 世界主要国家烟草制度、税收、税负等对比	17
图表 30 2008-2016 年 PMI 来自各个地区的收入占比	18
图表 31 2024 年 Q3 PMI HTU 产品全球市场份额	18
图表 32 2018 年中烟香港重组安排	18
图表 33 2014-2023 年对进口烟叶类产品（中国）的需求（百万美元）	19
图表 34 2014-2023 年对进口烟叶类产品（中国）的需求量及占比（吨，%）	19
图表 35 中国烟草境外卷烟生产公司	19
图表 36 日本烟草制度及产品变革历程	20
图表 37 JT 全球收购情况	21
图表 38 中烟香港烟叶进口业务流程	22
图表 39 中烟香港烟叶进口业务毛利率（%）	22
图表 40 中烟香港烟叶出口业务流程	22
图表 41 中烟香港烟叶出口业务毛利率（%）	22

图表 42 中烟香港烟叶进出口业务量价拆分	23
图表 43 2004-2023 年全国烟叶产量及 YOY (万吨, %)	23
图表 44 对进口烟叶类产品 (中国) 的需求量及占比 (吨, %)	23
图表 45 2000-2022 年烟草行业批发销售均价 (万元/箱, %)	24
图表 46 2000-2023 年中准级烤烟 X2F 烟叶收购价格 (元/50 公斤)	24
图表 47 中烟香港卷烟出口业务流程	24
图表 48 中烟香港烟叶出口业务毛利率 (%)	24
图表 49 公司卷烟出口业务量价拆分	25
图表 50 两国三地及中国境内关外地区对中国免税卷烟的需求	25
图表 51 2017-2021 年国产雪茄烟单支批发均价增长率 (%)	25
图表 52 2017-2021 年国产雪茄烟销量增长率 (%)	25
图表 53 中烟香港新型烟草制品出口业务流程	26
图表 54 中烟香港新型烟草制品出口业务毛利率 (%)	26
图表 55 2018 年新型烟草制品出口品牌量价拆分	26
图表 56 新型烟草制品业务量价拆分	26
图表 57 2024 年 Q3 PMI HTU 产品全球市场份额	27
图表 58 2019-2024H1 中烟香港每股派息金额 (港元/股)	27
图表 59 2020-2024 年中烟香港股息率 (%)	27
图表 60 四大跨国烟草公司主要业绩	28
图表 61 2017 年初-2023 年末四大跨国烟草公司股价收益率拆分	28
图表 62 PMI 与 S&P 500 回报率比较	28
图表 63 菲莫国际年度股息	28
图表 64 公司分业务收入预测 (百万港元)	29
图表 65 盈利预测和估值	30
图表 66 可比公司估值	30

1 概况：重组天利国际业务版图，打造境外战略桥头堡

1.1 中烟香港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

中烟香港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。公司成立于 2004 年，于 2018 年进行重组，于 2019 年于港交所上市，是中国烟草总公司旗下第一个登陆资本市场的子公司。公司核心业务包括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。根据公司官网数据，目前，中烟香港经营业务领域涵盖新型烟草、卷烟、烟叶及雪茄等品类，市场区域覆盖东亚、东南亚、南北美、中东欧等 50 余个国家和地区，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。

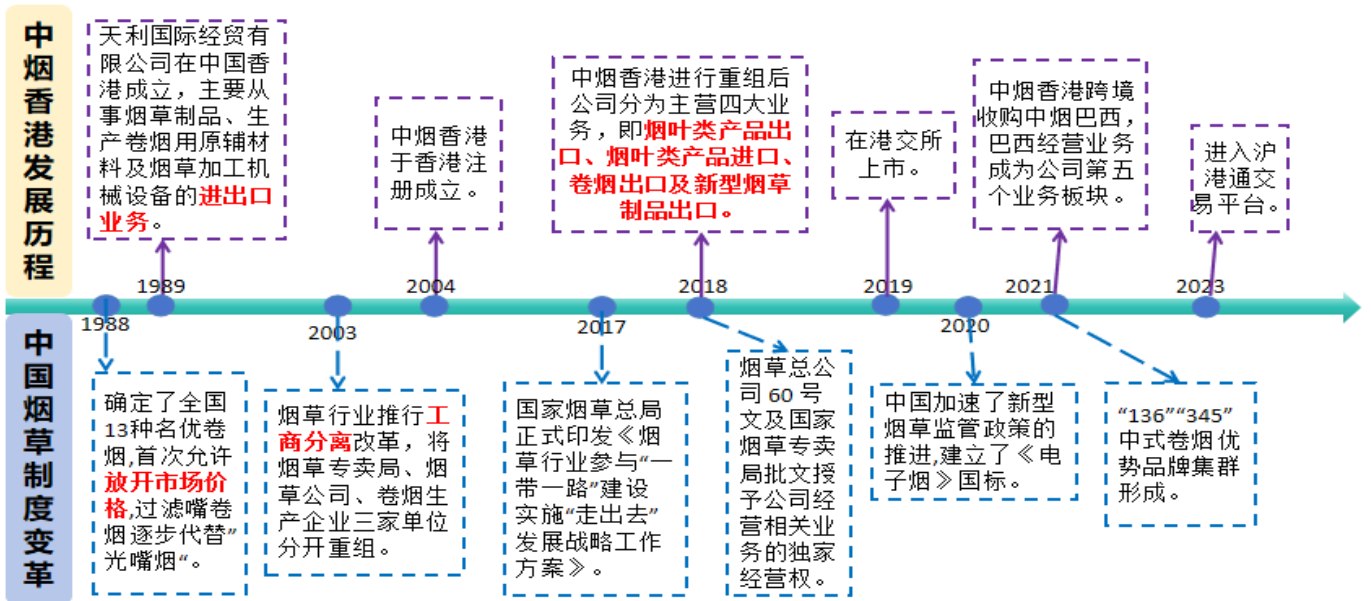
图表 1 中烟香港五大业务概况

业务分类	业务简介
烟叶类产品进口业务	从世界各地的原产国或地区（如巴西、阿根廷、加拿大、赞比亚等）采购烟叶类产品并向中烟国际出售进口烟叶类产品，以转售予中国卷烟生产企业。
烟叶类产品出口业务	从进出口公司或工业公司采购烟叶类产品并销售给海外卷烟生产企业和卷烟生产企业的授权采购代理，地区涵盖东南亚、台湾地区、香港及澳门，并于 2023 年拓展至欧洲。
卷烟出口业务	向独家经营区域及新增特定区域直接销售或通过分销商销售中国烟草总公司集团旗下卷烟。独家经销区域为泰国、新加坡、香港及澳门的免税市场以及中国境内关外地区，客户包括：1）该地区免税店；2）销售批发商，用于进一步销售给该地区。2024 年 9 月中旬起，正式从免税市场逐步进入有税市场，包括香港、澳门和柬埔寨。
新型烟草制品出口业务	自 2018 年 5 月开始独家经营将新型烟草制品出口至全球海外市场的业务，自工业公司采购新型烟草制品，并售予全球（中国除外）零售商及批发商。主要产品类型为加热不燃烧烟草制品，品牌包括 MC、娇子（宽窄）、COO 及 MU+。主要市场包括东南亚、中东、泛俄地区、欧盟等。
巴西经营业务	于 2021 年通过收购中烟巴西，开启巴西经营业务，主要系在巴西共和国及从巴西到全球市场（中国内地除外）的烟叶采购、加工、销售以及烟草生产所需的农用物资的采购。主要产品包括成品片烟和副产品（在烟叶加工过程中烟渣、烟碎等边角料）。

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

中烟香港发展历程的重要节点均与中烟战略部署紧密相关。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，中烟香港于香港注册成立，为中国烟草总公司旗下子公司，其前身为 1989 年成立的天利国际经贸有限公司。2017 年，烟草总局正式印发《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》，公司于 2018 年进行重组，重组后公司主营四大业务，即烟叶类产品出口业务、烟叶类产品进口业务、卷烟出口业务及新型烟草制品出口业务。2019 年于港交所上市，是中国烟草总公司旗下第一个登陆资本市场的子公司，中烟香港被集团定位为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台。2021 年，公司成功收购中烟巴西全部已发行及发行在外配额，并于当年并表，巴西经营业务成为公司第五个业务板块。2023 年，中烟香港纳入沪港通交易平台，公司股票同时成为沪港通及深港通下港股通股票标的。

图表 2 中烟香港发展历程和中国烟草政策发展历程



资料来源：中烟香港公司公告，中烟香港公司官网，中国烟草资讯，华安证券研究所

1.2 中烟系股权集中，管理体系稳定

中烟国际集团有限公司为控股股东，中国烟草总公司为实际控制人。2018年中烟香港启动业务重组，3月烟草总公司60号文及国家烟草专卖局批文授予公司经营相关业务的独家经营权，同年6月完成重组。2019年6月12日，中烟香港于港交所上市，同年8月16日，其控股股东天利国际经贸有限公司更名为中烟国际集团有限公司。2020年9月2日，中烟国际向中国烟草总公司转让其持有的全部中烟国际集团已发行股本，转让前中国烟草总公司间接通过中烟国际及中烟国际集团持有中烟香港股份，转让后中国烟草总公司间接通过中烟国际集团继续持有中烟香港股份。截至2024年6月30日，中烟国际集团有限公司持有公司72.29%股份，公司最终控制人为中国烟草总公司。

图表 3 中烟香港股权结构图（截至 2024H1）



资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

公司高管均系中烟系出身，管理经验丰富。公司主要领导长期在中烟系任职，

公司高管团队成员平均拥有 19 年以上的烟草行业工作经验，为管理稳定性提供保证。董事长邵岩先生在烟草行业有超过 25 年的工作及管理经验，曾担任云南省烟草专卖局（公司）副总经理，自 2015 年 12 月起一直担任中烟国际的总经理。执行董事兼总经理代佳辉先生于 2023 年 7 月加入公司，曾担任中国卷烟销售公司财务部副主任、中国烟草国际有限公司财务管理部主任、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等职位。

图表 4 公司核心管理层团队情况

姓名	职务	履历
邵岩	董事长，非执行董事	邵岩先生，于 2016 年 8 月获委任为中烟国际(中国香港)有限公司董事及自 2018 年 6 月起一直为董事长兼非执行董事。加入公司前，邵先生从 1991 年 7 月至 1995 年 10 月担任云南省烟草科学研究所干部。随后其从 1995 年 10 月至 2001 年 1 月先后担任云南省烟草公司烟叶生产处副科长及烟叶处科长。2001 年 1 月至 2007 年 4 月，邵先生先后担任云南省烟草专卖局(公司)烟叶管理处副处长及副总农艺师。其亦从 2003 年 12 月至 2007 年 4 月担任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，邵先生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，邵先生担任云南省烟草专卖局(公司)副总经理。自 2015 年 12 月起，邵先生一直担任中烟国际总经理。自 2021 年 1 月起至今，邵先生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	代佳辉先生，于 2023 年 7 月加入中烟国际（中国香港）有限公司，于 2023 年 7 月 4 日担任中烟国际（中国香港）有限公司执行董事、总经理。代先生自 1998 年 8 月至 2000 年 10 月担任北京市西城区审计局财政金融审计科科员。自 2000 年 10 月至 2005 年 12 月先后担任中国烟草进出口（集团）公司财务管理部副主任科员及主任科员。于 2005 年 12 月至 2012 年 6 月，担任中国卷烟销售公司财务部副主任。其间，于 2006 年 9 月至 2012 年 5 月担任 CTPM 国际有限公司（CTPM International SA）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。
阎飙	副总经理	阎飙先生，于 2023 年 2 月 14 日获委任为中烟国际（中国香港）有限公司副总经理，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。阎先生在烟草行业从业超过 25 年，工作地点涵盖亚洲、欧洲和北美，对不同市场的运营模式和法规均有深刻了解，在烟草行业战略规划、并购交易、业务拓展、财务管理、合资公司运营和项目管理等方面具有丰富经验。阎先生于 1993 年 5 月加入加拿大 KPMG 会计师事务所并于 1996 年 12 月被认定为高级审计师。其自 1997 年 2 月至 1999 年 2 月担任 Altria Group, Inc.（奥驰亚集团）的高级公司审计师；自 1999 年 3 月至 2003 年 10 月担任 Philip Morris Philippines Manufacturing Inc.（菲利普莫里斯菲律宾制造有限公司）的项目总审计师；自 2003 年 10 月至 2006 年 8 月担任菲利普莫里斯亚洲集团有限公司的大区高级司库；自 2006 年 9 月至 2014 年 8 月担任 Philip Morris International Management S.A.（菲利普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；自 2014 年 9 月至 2019 年 1 月担任菲利普莫里斯（中国）企业管理有限公司的公司董事、财务及业务发展总监；自 2019 年 2 月至 2021 年 7 月担任菲利普莫里斯亚洲集团有限公司的大区战略及项目交付总监。
茅紫璐	副总经理	茅紫璐女士，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。茅紫璐女士在烟草行业有 12 年的外贸管理经验。于 2010 年 7 月至 2020 年 9 月，历任中国烟草国际有限公司烟叶运营部副主任科员、主任科员；2020 年 9 月至 2022 年 4 月，历任中国烟草国际有限公司国际贸易部主任科员、副调研员。
徐增云	执行董事	徐增云先生，于 2022 年 9 月加入中烟国际(中国香港)有限公司，担任公司副总经理。徐先生拥

事，副
总经理

有 15 年的烟草行业从业经验以及国际烟草市场业务拓展经历和国际合资企业、境外企业管理经验。于 2007 年 7 月至 2021 年 1 月，历任中国烟草国际有限公司科员、副主任科员、主任科员及副调研员。期间，于 2013 年 8 月至 2016 年 8 月担任中烟英美烟草国际有限公司高级品牌经理、品牌副总监；2017 年 2 月至 2019 年 1 月，担任 Radiant Star Trading Co. (L.L.C.) (中国烟草迪拜瑞世达贸易有限公司) 副总经理；2019 年 1 月至 2020 年 1 月，担任 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。徐先生于 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。徐先生于 2007 年 7 月获大连海事大学经济与管理学院国际经济与贸易学士学位；于 2013 年 1 月获中国人民大学商学院管理学硕士学位。于 2022 年 9 月 23 日获委任为中烟国际(中国香港)有限公司执行董事。

执行董
事，公
司秘
书，证
券事务
部经理

王成瑞

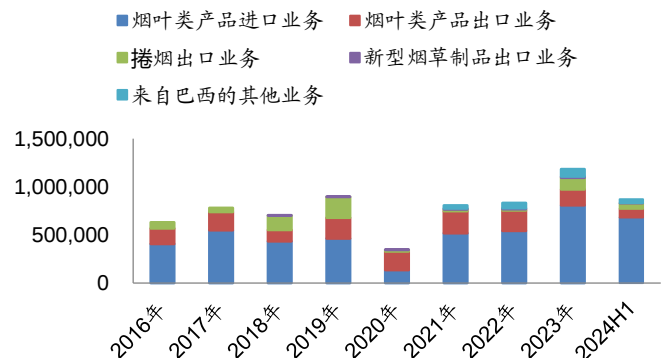
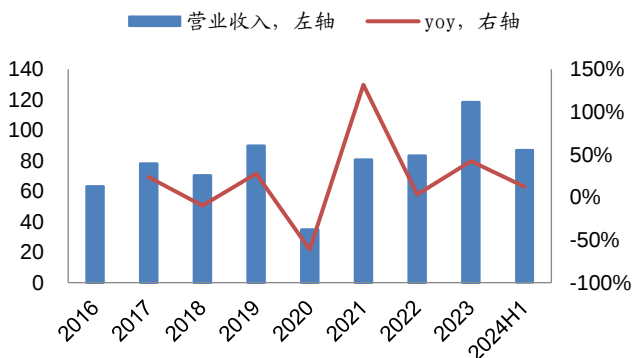
王成瑞先生，其自 2018 年 4 月起一直担任中烟国际(中国香港)有限公司证券事务部副经理，自 2018 年 7 月起担任联席公司秘书，以及自 2018 年 12 月起担任公司执行董事。其中文曾用名王成锐。加入公司之前，王先生于 2005 年 7 月至 2009 年 7 月担任云南红塔集团营销助理，并于 2009 年 7 月至 2013 年 3 月担任该集团人力资源部员工职业发展管理员。自 2013 年 3 月至 2016 年 9 月，王先生就职于国家烟草专卖局烟草经济信息中心，担任主任科员。随后其于 2016 年 9 月至 2017 年 6 月担任中烟国际企划投资部主任科员，且自 2017 年 7 月至 2018 年 6 月担任天利战略发展部副经理。

资料来源：Wind，中烟香港公司公告，华安证券研究所

1.3 业绩持续稳定增长，盈利能力提升明显

业绩持续稳定增长，烟叶进口贡献主要收入来源。2016-2023 年，公司营业收入由 63.10 亿港元增长至 118.36 亿港元，CAGR 为 9.40%；归母净利润由 3.35 亿港元增长至 5.99 亿港元，CAGR 为 8.67%。2023 年，公司实现营业收入 118.36 亿港元，同比+42%，实现归母净利润 5.99 亿港元，同比+60%，主要受益于烟叶类产品进口业务、卷烟出口业务以及巴西经营业务增长。2024H1，公司实现营业收入 87.04 亿港元，同比+12%，实现归母净利润 6.43 亿港元，同比+41%，各业务均实现较快增长。2024H1 公司五大业务烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/新型烟草制品出口/巴西经营业务分别实现收入 68.02/9.18/5.47/0.44/3.93 亿港元，同比增长 5%/23%/128%/28%/43%，收入占比分别为 78%/11%/6%/0.5%/5%。根据公司 2024 年 12 月公告，预计 2024 年公司归母净利润同比增幅不低于 30%。

图表 5 2016-2024 年 H1 中烟香港营收及 yoy(亿港元,%) 图表 6 2016-2024 年 H1 中烟香港分业务营收(亿港元)

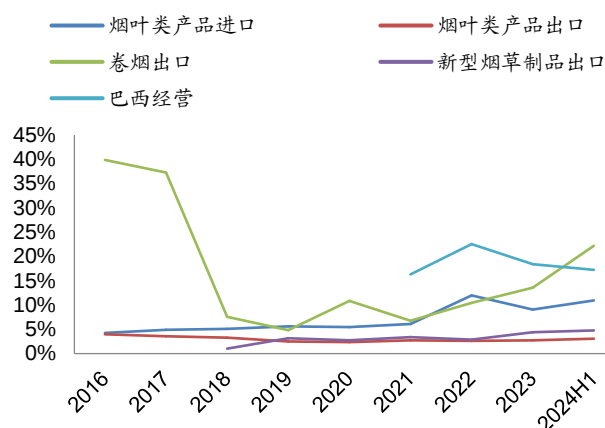


资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

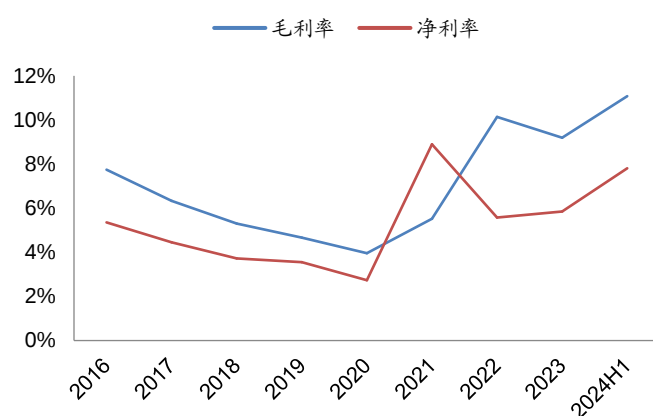
资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

收购中烟巴西带动供应链整合，盈利能力提升明显。利润率方面，2024H1 烟叶进口/烟叶出口/卷烟出口/新型烟草出口/巴西经营业务毛利率分别为 10.95%/3.07%/22.20%/4.77%/17.24%，分别同比+1.47/+0.21/+6.54/+0.86/-9.50pct。近两年来，烟叶进口毛利率提升主要系：1)收购中烟巴西及其旗下非全资附属公司 CBT 后，实现供应链的纵向整合，提升了业务盈利能力；2)国内市场对雪茄烟叶的需求增长，高单价雪茄烟叶销售占比增加。卷烟出口毛利率提升主要系：1)持续优化产品组合，加大新品投放力度；2)扩大自营业务规模；3)顾客对高利润产品的需求有所提升。2023 年，公司综合毛利率为 9.2%，净利率为 5.8%；2024H1，公司综合毛利率为 11.1%，同比+1.5pct，净利率为 7.8%，同比+1.2pct。

图表 7 2016-2024H1 中烟香港分业务毛利率 (%)



图表 8 2016-2024H1 中烟香港毛利率及净利率 (%)



资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

2 行业：高价格&新市场&新产品，驱动市场持续增长

1) 高价格：全球卷烟市场增长主要由单价和人均消费额增长贡献。全球卷烟市场规模由 2009 年的 5754 亿美元增长至 2023 年的 7634 亿美元，CAGR 为 2.04%。**拆分量价来看**，全球卷烟零售量由 2009 年的 59202 亿支下降至 2023 年的 51761 亿支，CAGR 为-0.95%；单价由 2009 年的 0.0972 美元/支增长至 2023 年的 0.1475 美元/支，CAGR 为 3.02%。**拆分人均消费来看**，全球成人烟民数量由 2009 年的 13.51 亿人下降至 2023 年的 12.37 亿人，CAGR 为-0.63%；成人烟民人均消费量由 2009 年的 4381 支下降至 2023 年的 4184 支，CAGR 为-0.33%；成人烟民人均消费额由 2009 年的 425.79 美元增长至 2023 年的 617.08 美元，CAGR 为 2.69%。近年来，在全球不断推进控烟背景下，成人烟民数量和卷烟销量持续下降，卷烟市场规模的增长主要由单价和人均消费额增长贡献。

图表 9 2009-2023 年全球卷烟市场规模的量价拆分

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	09-23年CAGR
全球卷烟销售额 (亿美元)	5754.03	6162.67	6868.25	7089.17	7251.74	7368.51	7044.90	6842.27	6955.48	7156.68	7104.02	7245.16	7771.49	7598.54	7634.12	2.04%
yoy		7.10%	11.45%	3.22%	2.29%	1.61%	-4.39%	-2.88%	1.65%	2.89%	-0.74%	1.99%	7.26%	-2.23%	0.47%	
销量 (亿支)	59201.86	59045.01	59268.21	59755.60	58886.28	58647.62	57492.34	55564.22	54434.89	53907.82	53191.64	52197.33	52533.64	52265.58	51761.20	-0.95%
yoy		-0.26%	0.38%	0.82%	-1.45%	-0.41%	-1.97%	-3.35%	-2.03%	-0.97%	-1.33%	-1.87%	0.64%	-0.51%	-0.97%	
单价 (美元/支)	0.0972	0.1044	0.1159	0.1186	0.1231	0.1256	0.1225	0.1231	0.1278	0.1328	0.1336	0.1388	0.1479	0.1454	0.1475	3.02%
yoy		7.39%	11.03%	2.37%	3.80%	2.02%	-2.47%	0.49%	3.76%	3.90%	0.60%	3.93%	6.58%	-1.72%	1.45%	
成人烟民数量 (亿人)	13.51	13.42	13.35	13.28	13.19	13.11	13.01	12.95	12.87	12.79	12.70	12.61	12.53	12.44	12.37	-0.63%
成人烟民人均消费额 (美元/人)	425.79	459.33	514.53	533.98	549.59	562.20	541.41	528.56	540.41	559.56	559.21	574.53	620.17	610.73	617.08	2.69%
成人烟民人均消费量 (支/人)	4381	4401	4440	4501	4463	4475	4418	4292	4229	4215	4187	4139	4192	4201	4184	-0.33%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

1) 高价格：中国卷烟市场规模持续稳定增长，近年来主要由单价增长推动。根据欧睿数据，中国卷烟市场规模由 2009 年的 8247 亿元增长至 2023 年的 18167 亿元，CAGR 为 5.80%。拆分量价来看，中国卷烟零售量由 2009 年的 22292 亿支增长至 2023 年的 24422 亿支，CAGR 为 0.65%；单价由 2009 年的 0.37 元/支增长至 2023 年的 0.74 元/支，CAGR 为 5.12%。拆分人均消费来看，中国成人烟民数量由 2009 年的 2.78 亿人下降至 2023 年的 2.76 亿人，CAGR 为-0.05%；成人烟民人均消费量由 2009 年的 8008 支增长至 2023 年的 8839 支，CAGR 为 0.71%；成人烟民人均消费额由 2009 年的 2963 元增长至 2023 年的 6575 元，CAGR 为 5.86%。近年来，在中国不断推进控烟背景下，中国成人吸烟率从 2009 年的 27.5% 下降到 2023 年的 24.4%，卷烟销量增长受限，卷烟市场规模的增长主要由单价增长贡献。

图表 10 2009-2023 年中国卷烟市场规模的量价拆分

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	09-23年CAGR
卷烟市场规模 (亿元)	8,247	9,220	10,421	11,557	12,694	13,590	14,223	13,706	14,198	14,971	15,547	16,157	16,860	17,537	18,167	5.80%
yoy		11.80%	13.02%	10.90%	9.84%	7.05%	4.66%	-3.64%	3.60%	5.44%	3.85%	3.92%	4.35%	4.01%	3.59%	
卷烟零售量 (亿支)	22,292	23,167	24,062	24,616	24,905	25,495	24,895	23,505	23,439	23,688	23,631	23,815	24,187	24,329	24,422	0.65%
yoy		3.93%	3.86%	2.30%	1.18%	2.37%	-2.35%	-5.58%	-0.28%	1.06%	-0.24%	0.78%	1.56%	0.59%	0.38%	
卷烟单价 (元/支)	0.37	0.40	0.43	0.47	0.51	0.53	0.57	0.58	0.61	0.63	0.66	0.68	0.70	0.72	0.74	5.12%
yoy		7.57%	8.82%	8.40%	8.57%	4.58%	7.18%	2.06%	3.89%	4.33%	4.10%	3.12%	2.75%	3.40%	3.20%	
成人烟民数量 (亿人)	2.78	2.85	2.87	2.89	2.92	2.93	2.93	2.92	2.91	2.90	2.88	2.85	2.82	2.79	2.76	-0.05%
成人烟民人均消费额 (元/人)	2963	3239	3628	3994	4349	4639	4853	4691.4	4871.7	5157	5402	5666	5974	6283	6575	5.86%
成人烟民人均消费量 (支/人)	8008	8137	8376	8506	8531	8703	8494	8046	8043	8159	8211	8351	8570	8716	8839	0.71%

资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

1) 高价格：烟草属于成瘾类的消费品，价格弹性低，只要提价幅度小于收入增长幅度，即可负担。烟草中含有的尼古丁能让消费者产生强烈的愉悦感和满足感，因此烟草具有刚性消费和重复消费的特征，价格弹性极低，具备极强的产品壁垒，无论经济周期如何波动，产品单价持续提升。根据《中国卷烟支付能力研究》，在 2001 至 2016 年期间，中国卷烟的名义加权平均零售价格提高了 218%（从 2001 年的 4.12 元/包提高至 2016 年的 13.09 元/包），实际加权平均价格提高了 121%，但由于居民收入增长幅度超过卷烟价格增长幅度，导致中国的卷烟支付能力在这一期间持续增强。具体而言，2016 年平均卷烟支付能力是 2001 年的 1.85 倍，而 2016 年主要供低收入人群消费的低价卷烟的支付能力是 2001 年的 2.09 倍。

图表 11 2001-2016 年平均卷烟支付能力：平均 RPI、IPC 和 CAI

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
加权平均价格 (元/包)	4.12	4.32	4.61	5.04	5.63	6.25	6.43	6.14
居民人均可支配收入 (元)	4059	4519	4993	5645	6367	7211	8567	9939
平均RIP (%)	10.15%	9.56%	9.23%	8.93%	8.84%	8.67%	7.51%	6.18%
平均IPC (包)	985	1046	1083	1120	1131	1154	1332	1619
平均CAI	1.00	1.06	1.10	1.14	1.15	1.17	1.35	1.64
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
加权平均价格 (元/包)	6.71	7.27	9.33	10.27	10.80	11.61	12.81	13.09
居民人均可支配收入 (元)	10965	12508	14582	16669	18311	20167	21966	23821
平均RIP (%)	6.12%	5.81%	6.40%	6.16%	5.90%	5.76%	5.83%	5.50%
平均IPC (包)	1634	1720	1563	1623	1695	1737	1715	1820
平均CAI	1.66	1.75	1.59	1.65	1.72	1.76	1.74	1.85

图表 12 2001-2016 年低价卷烟支付能力：低价 RPI、IPC 和 CAI

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
低价烟价格 (元/包)	1.20	1.20	1.20	1.20	1.40	1.40	2.00	2.50
农村居民人均可支配收入 (元)	2366	2476	2622	2936	3255	35887	4140	4761
低价RIP (%)	5.07%	4.85%	4.58%	4.09%	4.30%	3.90%	4.83%	5.25%
低价IPC (包)	1972	2063	2185	2447	2325	2562	2070	1904
低价CAI	1.00	1.05	1.11	1.24	1.18	1.30	1.05	0.97
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
低价烟价格 (元/包)	2.50	2.00	2.50	2.50	2.50	2.50	3.00	3.00
农村居民人均可支配收入 (元)	5153	5919	6977	7917	9430	10489	11422	12363
低价RIP (%)	4.85%	3.38%	3.58%	3.16%	2.65%	2.38%	2.63%	2.43%
低价IPC (包)	1061	2960	2791	3167	3772	4196	3807	4121
低价CAI	1.05	1.50	1.42	1.61	1.91	2.13	1.93	2.09

资料来源：《中国卷烟支付能力研究》，华安证券研究所（平均 RIP 表示以加权平均零售价格购买 100 包卷烟的支出占人均可支配收入的比重，低价 RIP 表示以五类烟价格购买 100 包卷烟的支出占农村居民人均可支配收入的比重。平均 IPC 表示在年度居民人均可支配收入可购买的加权平均零售价格的卷烟数量；低价 IPC 表示年度农村居民人均可支配收入可购买的最低价格卷烟的数量。采用卷烟支付能力指数（CAI）来衡量在整个观测期间（2001-2016）卷烟支付能力的变化程度）

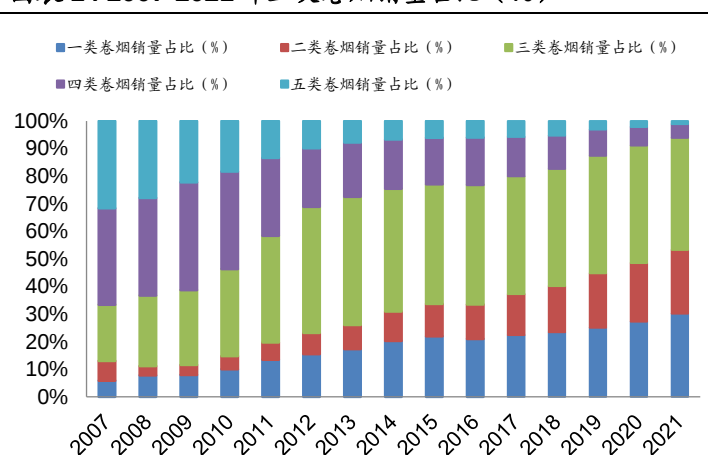
1) 高价格：中国烟草通过持续的产品结构升级推动价格提升。一方面，通过税收调整产品结构，以同类卷烟的中位数价格计算来看，四、五类卷烟税收呈现大幅度增长，推动了四、五类卷烟产销下降，一类、二类、三类卷烟逐步占据市场主导地位。2007-2021 年，一类卷烟销量占比从 5.88% 提升至 30.17%，二类卷烟销量占比从 7.22% 提升至 23.16%。随着一二类卷烟销量的提升，行业批发销售均价也逐年提升，从 2000 年的 0.63 万元/箱提升至 2022 年的 4.05 万元/箱，GACR 为 8.83%。

图表 13 1998 年与 2023 年卷烟消费税变化对比

按同类卷烟的均值估算	1998年	2023年
五类卷烟 (16.5元及以下)	8.25*25%=2.06	8.25*36%=2.97
四类卷烟 (16.5元~30元)	23.25*25%=5.81	23.25*36%=8.37
三类卷烟 (30元~70元)	50*40%=20	50*36%=18
二类卷烟 (70元~100元)	85*40%=34	85*56%=47.6
一类卷烟 (100元及以上)	550*50%=275	550*56%=308
总计估算	336.87元	384.94元

资料来源：烟草在线，华安证券研究所测算（假设价格不变）

图表 14 2007-2021 年五类卷烟销量占比 (%)



资料来源：《中国烟草年鉴》，华安证券研究所

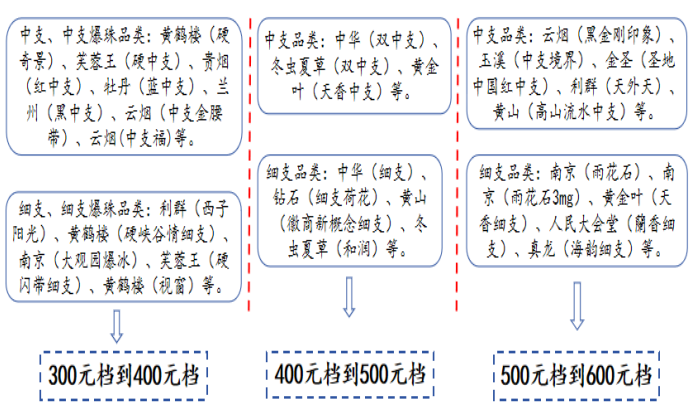
1) 高价格：中国烟草通过持续的产品结构升级推动价格提升。另一方面，积极进行产品创新，细支、中支、爆珠、雪茄的新品类崛起，HNB 的全球风起，内在的趋势是健康化，外在特征是价格结构提升。2020 年，爆珠烟、细支烟、中支烟销量分别为 108.27、432、134.46 万箱，占卷烟销量的比例分别为 2.59%、10.33%、3.21%。2022 年，一类烟增量为 159 万箱，其中细支和中支的增量高达 104 万箱，占据了一类增量的 65%。

图表 15 2023 年中国卷烟价格和品类矩阵



资料来源:《中国烟草年鉴》, 华安证券研究所

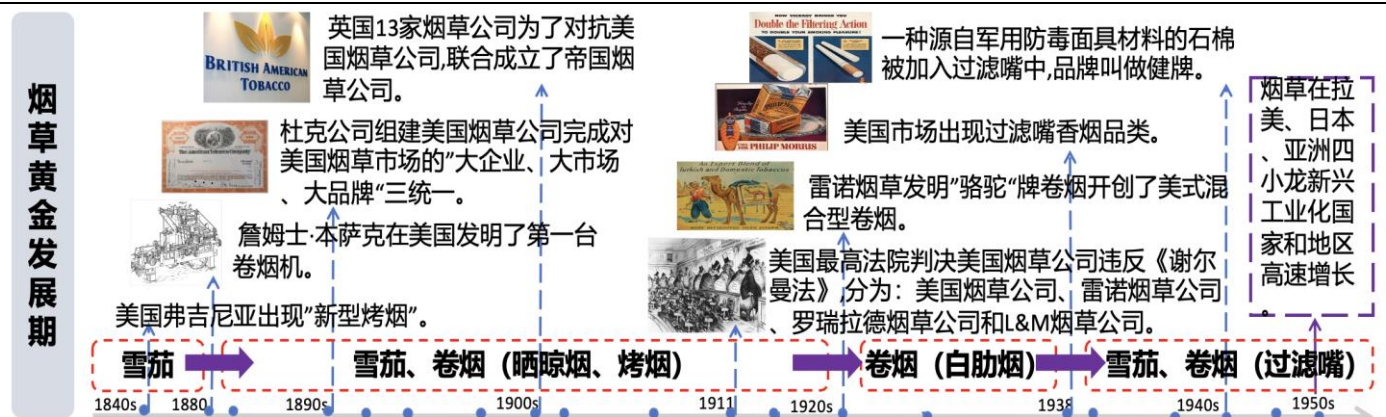
图表 16 一类高端卷烟中“细短中爆”价格矩阵



资料来源: 中国烟草资讯, 烟草市场, 华安证券研究所

2) 新市场: 回顾历史, 卷烟工业化后烟草巨头进行了全球烟草版图扩张。1880年, 第一台卷烟机在美国问世, 卷烟慢慢从手工卷制的作坊模式向标准化、规模化、均质化的现代产业转变。1890年, 杜克联合其它四个主要生产商组建美国烟草公司, 一度占据美国烟草销售的90%, 并计划拓展欧洲市场。1901年, 英国13家烟草公司联合成立了帝国烟草公司。1902年, 杜克公司与帝国烟草公司握手言和, 双方成立英美烟草公司, 拓展国际市场, 烟草出口率提升, 在拉美、日本、亚洲四小龙国家和地区高速增长。据班凯乐统计, 在1923-1941年间, 英美烟草公司始终占据对华卷烟销售的大部分, 常年超过60%, 最高年份超过82%。

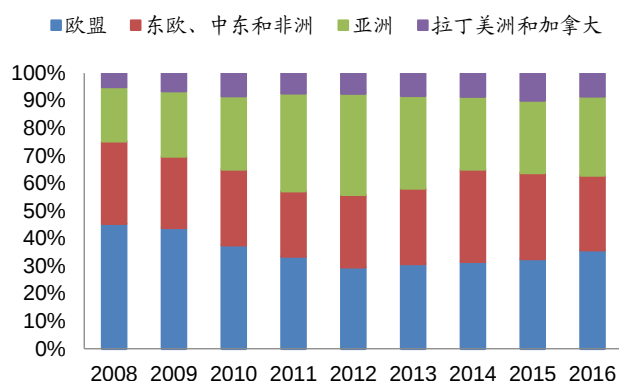
图表 17 世界烟草发展史—烟草黄金发展期(海外)



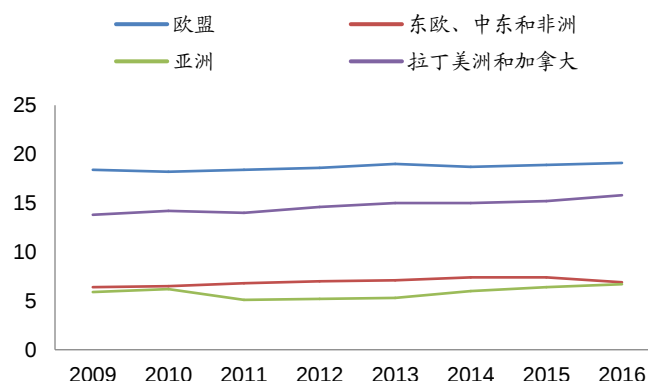
资料来源: 中国烟草资讯, 热土营销咨询, 华安证券研究所

2) 新市场: 菲莫国际 2008-2016 年间, 由区域扩展贡献核心业绩增量。自上市以来, PMI 积极开拓亚洲、拉丁美洲和加拿大市场, 为公司业绩增长贡献核心增量, PMI 来自亚洲/拉丁美洲和加拿大的收入占比由 2008 年的 19.7%/5.0% 提升至 2016 年的 28.7%/8.4%, 而 PMI 来自欧盟的收入占比由 2008 年的 45.40% 下降至 2016 年的 35.80%。具体到品牌, 万宝路在各个地区的市场份额均处于提升趋势, 在亚洲(不含中国)/拉丁美洲和加拿大的市场份额由 2009 年的 5.9%/13.8% 提升至 2016 年的 6.7%/15.8%。

图表 18 2008-2016 年 PMI 来自各个地区的收入占比 (%) 图表 19 2009-2016 年 PMI 旗下万宝路品牌在不同地区的市场份额 (%)



资料来源: PMI 公告, 华安证券研究所



资料来源: PMI 公告, 华安证券研究所

3) 新产品: 控烟与减害背景下, 新型烟草市场规模稳步较快增长。近年来在控烟与减害背景下, 新型烟草产品的技术不断创新迭代、吸食体验逐步完善, 消费者对电子烟产品的接受程度不断提高, 全球新型烟草快速发展, 新型烟草的用户渗透率不断上升。全球无烟气烟草制品市场规模由 2009 年的 135 亿美元增长至 2023 年的 769 亿美元, CAGR 为 13.25%。拆分量价来看, 全球无烟气烟草制品零售量由 2009 年的 5003 亿支增长至 2023 年的 5170 亿支, CAGR 为 0.23%; 单价由 2009 年的 0.0269 美元/支增长至 2023 年的 0.1488 美元/支, CAGR 为 12.98%。拆分品类来看, 加热卷烟市场规模由 2013 年的 0.04 亿美元增长至 2023 年的 345 亿美元, CAGR 为 145.69%, 雾化电子烟市场规模由 2009 年的 6 亿美元增长至 2023 年的 212 亿美元, CAGR 为 28.86%。电子烟产品为消费者提供了更佳的使用体验和个性化选择, 推动全球电子烟市场规模稳步较快增长。

图表 20 2009-2023 年全球无烟气烟草制品销售额及量价拆分

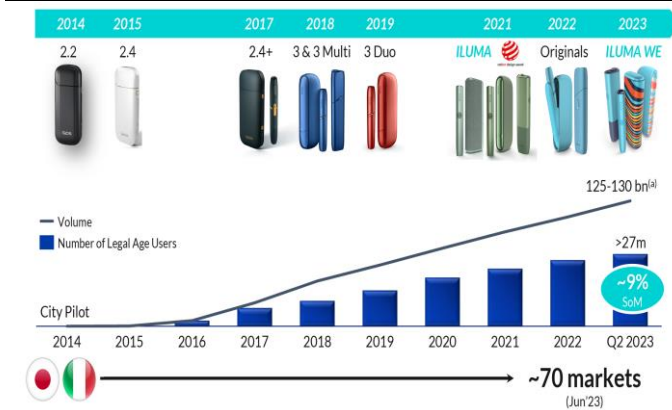
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	09-23年 CAGR
无烟气烟草制品销售额 (亿美元)	134.76	153.83	165.76	158.21	150.99	180.09	196.99	224.66	292.62	403.21	498.09	532.84	642.36	687.06	769.00	13.25%
yoy		14.15%	7.76%	-4.56%	-4.56%	19.28%	9.39%	14.05%	30.25%	37.80%	23.53%	6.98%	20.55%	6.96%	11.93%	
销售量 (亿支)	5002.71	5199.47	5184.88	4250.11	2541.32	2454.79	2923.76	3055.38	3386.91	3965.96	4348.79	4257.18	4740.82	4972.61	5169.58	0.23%
yoy		3.93%	-0.28%	-18.03%	-40.21%	-3.40%	19.10%	4.50%	10.85%	17.10%	9.65%	-2.11%	11.36%	4.89%	3.96%	
单价 (美元/支)	0.0269	0.0296	0.0320	0.0372	0.0594	0.0734	0.0674	0.0735	0.0864	0.1017	0.1145	0.1252	0.1355	0.1382	0.1488	12.98%
yoy		9.83%	8.06%	16.43%	59.61%	23.48%	-8.16%	9.13%	17.50%	17.68%	12.66%	9.28%	8.25%	1.97%	7.66%	
加热卷烟 (亿美元)					0.04	0.16	1.56	13.80	56.65	121.05	161.82	212.03	278.29	307.11	344.63	145.69%
yoy						262.79%	900.00%	784.29%	310.66%	113.68%	33.68%	31.02%	31.25%	10.36%	12.22%	
雾化电子烟 (亿美元)	6.08	10.06	15.73	22.70	40.67	67.53	81.68	92.25	111.94	153.98	200.71	174.30	199.73	198.02	211.57	28.86%
yoy		65.44%	56.36%	44.35%	79.14%	66.03%	20.96%	12.94%	21.34%	37.56%	30.35%	-13.16%	14.59%	-0.86%	6.84%	

资料来源: 欧睿数据, 华安证券研究所 (加热卷烟 CAGR 为 2013-2023 年销售额 CAGR)

3) 新产品: 传统市场疲软背景下, 电子烟提供市场增量。目前全球 HNB 市场核心企业有菲莫国际、日本烟草和英美烟草, 其中菲莫国际自 2005 年就开始启动 IQOS 研发项目, 于 2014 年在日本推出 IQOS 产品, 并持续推进产品的研发迭代, 市场优势明显。根据 PMI 公告, PMI 可燃产品/RRP 系列收入分别从 2016 年的 25 9.52/7.33 亿美元变化至 2023 年的 223.34/125.34 亿美元, CAGR 分别为-2.12%/5 0.02%。2023 年, RRP 系列收入为 125.34 亿美元, 同比增长 26.36%, 占 PMI 总

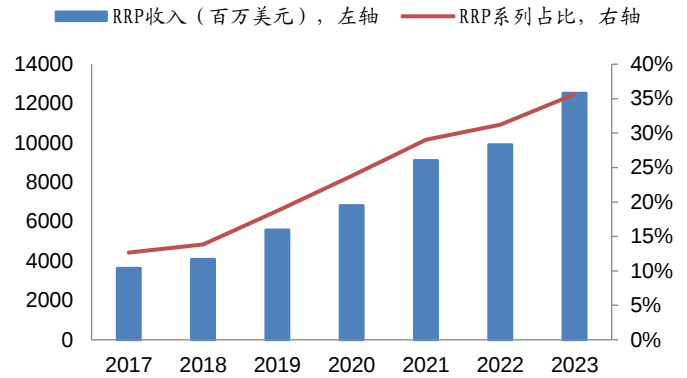
收入的 35.63%；HTU 出货量为 1252.63 亿支，同比增长 14.74%；截至 2023Q4，IQOS 的用户数量为 2860 万人，其中约有 73%的消费者停止吸食可燃式烟草并成为 IQOS 的忠实用户。PMI 计划在 2025 年将无烟产品出货量占比由 2022 年的 15.1%提升至 30%以上，收入占比提升至 50%以上，PMI 正在朝着 2025 年成为主要的无烟公司，并最终逐步淘汰卷烟的目标前进。

图表 21 PMI IQOS 产品的 10 年迭代



资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

图表 22 2017-2023 年 RRP 系列收入及在 PMI 营业收入中的占比（百万美元，%）



资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

3）新产品：电子烟税收亦将为国家税收提供增量补充。以 PMI 为例，受到控烟政策、税收政策以及健康意识等因素影响，叠加 PMI 在全球烟草行业市场份額陷入瓶颈，PMI 可燃产品收入增长受限，但其积极推进电子烟革命，在电子烟业务增量补充下，整体税金仍保持稳定。2016-2023 年，PMI 的税后收入/可燃产品/RRP 收入 CAGR 为 4.02%/-2.12%/50.02%，税金 CAGR 为 0.33%。此外，受益于电子烟税率低于传统卷烟，经我们的测算 2016 和 2017 年 PMI RRP 系列税率仅为 0.8%和 5.1%，该系列产品放量带动 PMI 综合税率即使是在各国加征烟草税的背景下仍实现边际下降。我们认为，在卷烟增长受限情况下，电子烟产品能够为国家税收提供增量补充，且对于企业而言，推行电子烟能够显著减税，释放净收入与毛利空间。

图表 23 2016-2023 年 PMI 的收入、成本和税金情况（亿美元）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2016-2023CAGR
收入	74,953	78,098	79,823	77,921	76,047	82,223	80,720	84,578	1.74%
成本	9,391	10,432	10,758	10,513	9,569	10,030	11,402	12,893	4.63%
税金	48,268	49,350	50,198	48,116	47,353	50,818	48,958	49,404	0.33%
税后收入	26,685	28,748	29,625	29,805	28,694	31,405	31,762	35,174	4.02%
可燃产品收入	25,952	25,107	25,529	24,218	21,867	22,067	21,572	22,334	-2.12%
RRP 系列收入	733	3640	4096	5587	6827	9115	9919	12534	50.02%
毛利	17,294	18,316	18,867	19,292	19,125	21,375	20,360	22,281	3.69%
税率	64.40%	63.20%	62.90%	61.70%	62.30%	61.80%	60.65%	58.41%	
毛利率	23.10%	23.50%	23.60%	24.80%	25.10%	26.00%	25.22%	26.34%	

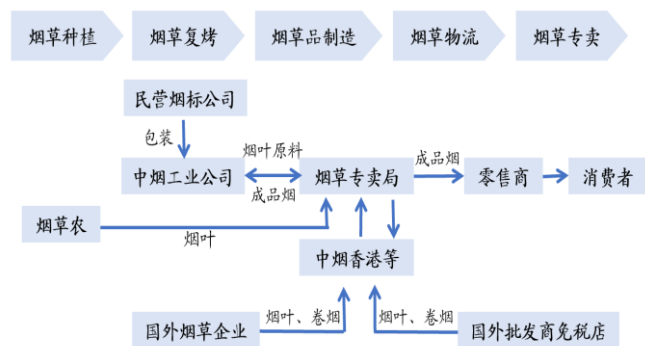
资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

3 公司：承载中烟全球化使命，前路星辰大海

3.1 海外烟草经营需专业营运平台，中烟香港承载全球化使命

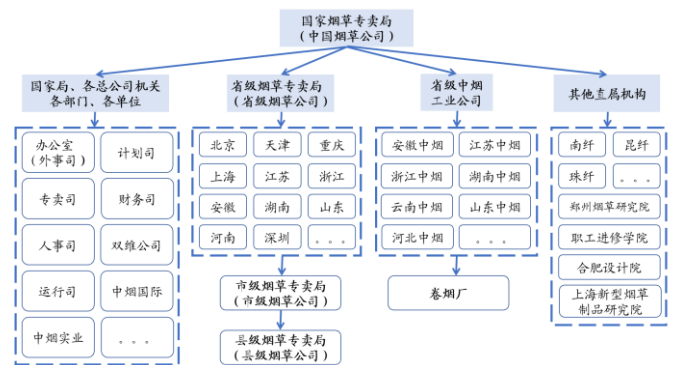
中国烟草行业实行统一领导、垂直管理、专卖专营的管理体制。中国烟草总公司是全国性的社会主义全民所有制企业,是具有法人资格的经济实体,负责统一管理、全面经营烟草行业的产供销、人财物、内外贸业务。国家烟草专卖局与中国烟草总公司一套机构、两块牌子。中国烟草总公司下设司局、省级烟草专卖局、省级中烟工业公司和其他直属机构,其中烟草局负责销售,中烟工业负责生产,岗位职能各有不同,相互配合。截至2024年8月,中烟共有本级29个部门和专业公司,所属省级烟草专卖局33个,省级工业公司17个;地市级烟草专卖局450家;县级烟草专卖局2393家;卷烟工厂92家,烟机企业4家,打叶复烤企业23家;在16个国家和地区投资设立境外子公司38家;另有直属科研单位、醋纤等生产企业。

图表 24 中国烟草产业链情况



资料来源: 国家烟草专卖局, 华安证券研究所

图表 25 中国烟草组织制度结构概况



资料来源: 《中国烟草年鉴》, 华安证券研究所

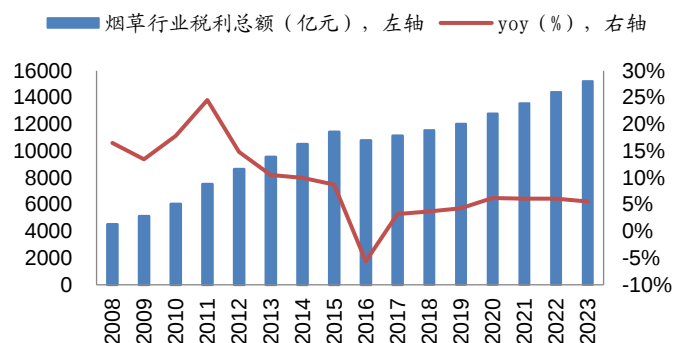
烟草为重要财政收入来源,中烟历年实现财政总额占比7%左右。中烟对中国财政收入的贡献包括烟叶税、增值税、消费税、城建税、教育费附加、进口关税、企业所得税、国有资本收益和专项税后收益等。我国烟草行业实现税利总额从1981年的75亿元增长至2023年15217亿元,CAGR为13%,1981-2023年全行业总计实现税利18.95万亿元。2023年,烟草行业实现工商税利总额15217亿元,同比增长5.6%;实现财政总额15028亿元,同比增长4.3%,占当年国家财政收入的6.93%。根据《中国税务年鉴2023》,中国消费税为16118亿元(占财政总额约7%),其中,烟草消费税占总消费税比例约为51%,是消费税最重要的组成部分。

图表 26 中国现行烟草税制基本情况

税种	征收环节	税基	税率	收入归属
烟叶税	收购	烟叶收购金额	20%	100%归地方政府
增值税	生产、批发、零售	各环节的增值额	13%	50%归中央政府 50%归地方政府
从量消费税	生产	每包	0.06元/包	100%归中央政府
从价消费税	生产	不含增值税调拨价	56%	
生产价≥7元/包	批发	不含增值税调拨价	11%	
从价消费税	生产	不含增值税调拨价	36%	
生产价<7元/包	批发	不含增值税调拨价	11%	100%归地方政府
城市维护建设税及教育费附加合计	生产、批发、零售	增值税与消费税之和	12%	

资料来源:《我国烟草消费税改革对控烟影响的研究》,华安证券研究所

图表 27 2008-2023 年烟草行业实现税利总额及 yoy (亿元, %)

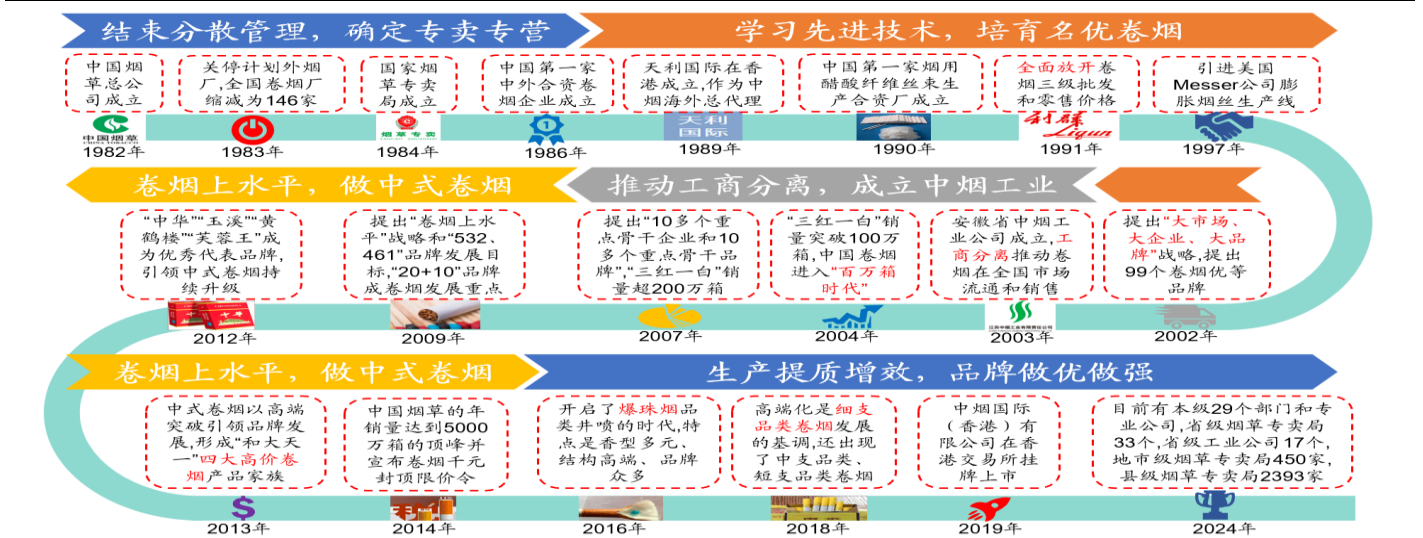


资料来源: 财政部, 国家烟草专卖局, 华安证券研究所

专卖专营体制下,中国烟草高质量发展。1982年1月,中国烟草总公司正式成

立，确立了烟草专营和集中管理体制。1983年9月，《烟草专卖条例》颁布，正式确立国家烟草专卖制度，并决定设立国家烟草专卖局，对烟草专卖进行全面的行政管理。1984年1月，轻工业部烟草专卖局更名为国家烟草专卖局，与中国烟草总公司一套机构、两块牌子。20世纪90年代起，中烟公司积极扩大对外经济技术合作。2003年，开始推进烟草行业工商分离改革，即将省级烟草公司负责本省烟草销售的职能与负责本省卷烟生产企业的管理职能分开，并将实行三合一体制地区的烟草专卖局、烟草公司、卷烟生产企业三家单位分开重组。近年来，烟草行业开始谋求新方向，以品类创新为引领，卷烟消费进入多元化发展的新周期。

图表 28 中国烟草发展历程



资料来源：《中国烟草年鉴》，中国烟草资讯，烟草在线，中国烟草网，华安证券研究所

全球烟草制度的差异决定了海外烟草经营需要独家专业营运平台。全球烟草制度可主要分为完全专卖制、部分专卖制、管制竞争制、自由竞争制。不同国家的烟草监管制度、管理部门、税收体系、社会环境、消费习惯等各不相同，且常有变化，也导致了在全球各个国家地区进行烟草产品经营需要专业化的财务、法务、营销团队，以遵守当地税收、海关、法律、规章、法规、标准及其他相关监管规定。海外烟草经营需要独立平台进行专业化运营。

图表 29 世界主要国家烟草制度、税收、税负等对比

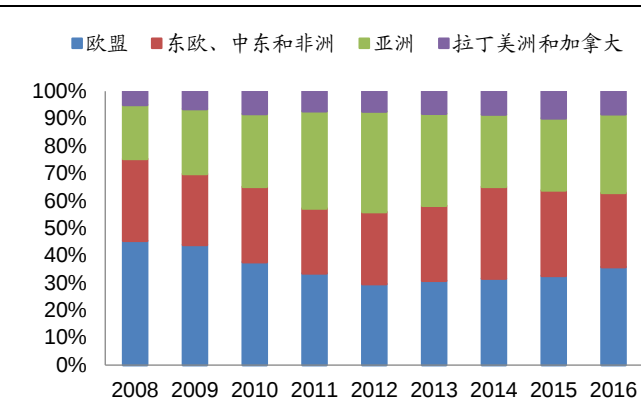
国家	烟草制度	2021年成人每日吸烟率	2022年烟草税占零售价格比例	烟草税对国家财政的重要性	烟草税在国家与地方政府间的分配
中国	完全专卖制	21%	52.2%	2023年烟草行业实现工商利税总额15217亿元，同比增长5.6%，实现财政总额15028亿元，同比增长4.3%，占当年国家财政收入的6.93%。2022年，中国消费税为16118亿元（占财政总额7%），其中，烟草消费税占总消费比例约为51%。	国家:地方为77%:23%
日本	部分专卖制	17%	59.9%	2022年国家税收总额（约763,377亿日元）中，国家烟草税和特别烟草税约占1.4%；2022年地方税收总额（约440,522亿日元）中，地方烟草税约占2.4%。	国家:地方为40%:60%
美国	管制竞争制	14%	37.4%	2023年，美国联邦消费税收总额为760亿美元，占国内生产总值的0.3%，占联邦政府税收收入的2%（个人所得税/工资税占比分别为49%/36%），其中烟草消费税收入为103亿美元，占消费税的比例为13.55%。	国家:地方为30%:70%
俄罗斯	自由竞争制	28%	51.06%	2023年，卷烟消费税在卷烟零售价格中的比例为48.8%。卷烟消费税为联邦税，归属于联邦政府所有。2023年，俄罗斯国内烟草消费收入7,248亿卢布，同比增长8.8%，占联邦税收收入（46.8万亿卢布）的1.5%。	归属联邦政府所有

资料来源：《从世界烟草专卖制度演变模式看我国烟草专卖制度的改革》吕筱萍、杨静著，华安证券研究所测算整理

菲莫国际从奥驰亚集团拆分正是贯彻了独立运营国际业务战略。2008年，奥驰亚集团将美国业务和国际业务分开，菲莫国际(PMI)专营国际烟草业务，而奥驰

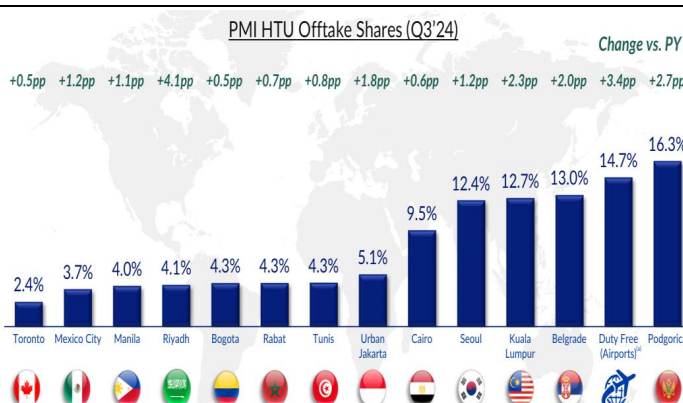
亚集团则成为一家专营美国业务的烟草公司。拆分后，菲莫国际积极开拓亚洲、拉丁美洲和加拿大市场，在烟草市场的全球化方面取得了显著进展，为公司业绩增长贡献核心增量，菲莫国际来自亚洲/拉丁美洲和加拿大的收入占比由 2008 年的 19.7%/5.0%提升至 2016 年的 28.7%/8.4%，而 PMI 来自欧盟的收入占比由 2008 年的 45.40%下降至 2016 年的 35.80%。截至 2023 年，菲莫国际卷烟产品在 175 个国家和地区销售，无烟气烟草制品在 84 个国家和地区销售。

图表 30 2008-2016 年 PMI 来自各个地区的收入占比



资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

图表 31 2024 年 Q3 PMI HTU 产品全球市场份额



资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

中烟香港作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，承载中国烟草全球化战略使命。中烟香港的总体战略目标是建立一个资本市场运作和国际业务拓展平台。凭借 CNTC 集团的支持，公司将逐步集中和整合 CNTC 集团各类海外资源（包括销售渠道、卷烟品牌、可持续且充足的烟草制品供应及人力资源等），成为全球烟草行业更具竞争力的市场参与者。中烟香港的重组上市，有利于：

- 1) 区别于从前依靠各个企业分散的力量发展进出口业务，重组后的中烟香港可以有效整合国内资源，增强整体竞争力。
- 2) 从资本运作上有利于在国际市场融资并进行投资并购。展望未来，公司将适时寻求以下各项的机遇：
 - 1) 收购海外烟草制品营运实体；
 - 2) 收购前景良好的卷烟品牌或新型烟草制品品牌；
 - 3) 直接设立离岸附属公司；
 - 4) 创建不涉及向关连人士采购或销售的新业务模式（举例而言，公司将自海外供应商进口的烟叶类产品直接销往位于东南亚、香港、澳门及台湾地区的第三方客户），从而可降低与控股股东进行关连交易的比例、增强公司的独立性及竞争力及减低对 CNTC 集团的依赖。

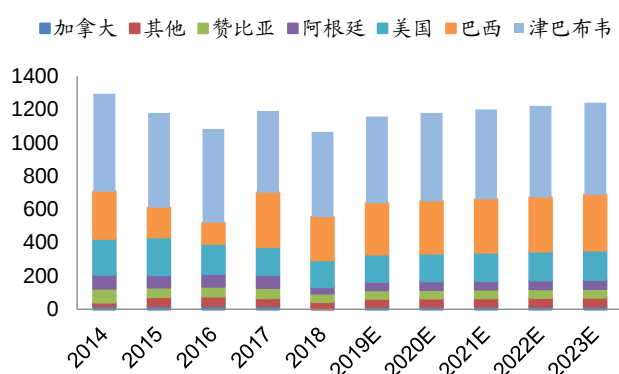
图表 32 2018 年中烟香港重组安排

公司重组原则	具体安排
明确的业务地域划分	与中烟旗下其他实体的业务在地理位置上清晰界定
独家经营业务	在明确界定的地理区域内独家经营相关产品的进出口业务
天利先前业务的部分转让，部分保留	转让给中烟香港的：自非受制裁国进口烟叶类产品、向东南亚出口烟叶类产品、向泰国、新加坡的免税店出口免税卷烟 天利保留的：自受制裁国（包括津巴布韦）进口烟叶类产品、向欧洲及北美客户出口烟叶类产品、向韩国免税店出口卷烟
缺乏开展能力的业务未纳入重组范围	部分由中烟旗下其他实体的开展的业务中烟香港目前缺乏能力开展，则未纳入重组范围，但日后可能纳入
具有巨大增长潜力的新业务	业务包括新型烟草的出口业务，增长潜力巨大
各实体的业务和管理连续性	重组保留了重组前中烟旗下实体的业务和管理连续性

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

截至 2021 年，中烟国际在境内外直接或间接投资设立的全资、参股公司 15 家（含中烟国际所属公司的子公司）。包括：天泽烟草有限责任公司（津巴布韦哈拉雷）、迪拜瑞世达贸易有限责任公司（阿联酋迪拜）、中烟国际巴西有限公司（巴西南大河州）、中巴烟草出口股份有限公司（巴西南大河州）、中烟菲莫国际有限公司（瑞士洛桑）、中烟国际阿根廷有限责任公司（阿根廷萨尔塔省）、中烟国际（北美）股份有限公司（美国北卡罗来纳州）、中烟英美烟草国际有限公司（中国香港）、地平线国际合资有限公司（中国香港）、中烟国际中东公司（阿联酋杰贝阿里自贸区）等。

图表 33 2014-2023 年对进口烟叶类产品（中国）的需求（百万美元）



资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所（其他国家主要包括多米尼加共和国、坦桑尼亚及马拉维）

图表 34 2014-2023 年对进口烟叶类产品（中国）的需求量及占比（吨，%）

吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
加拿大	2539	2675	2752	2756	0	2126	2165	2218	2258	2298
其他	2539	6309	6729	5452	5437	5700	5879	6059	6251	6359
赞比亚	9963	6837	7017	7390	6125	6171	6230	6289	6349	6408
阿根廷	9939	8984	9252	9376	4618	6087	6206	6338	6458	6578
美国	25925	27265	21700	20280	19580	19818	20203	20601	21012	21449
巴西	33756	21123	14899	39081	31021	37052	37780	38523	39281	40381
津巴布韦	70303	68336	67887	59024	61717	62933	64177	65438	66727	67387

占比	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
加拿大	2%	2%	2%	2%	0%	2%	2%	2%	2%	2%
其他	2%	4%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
赞比亚	6%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%
阿根廷	6%	6%	7%	7%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
美国	17%	19%	17%	14%	15%	14%	14%	14%	14%	14%
巴西	22%	15%	11%	27%	24%	26%	26%	26%	26%	27%
津巴布韦	45%	48%	52%	41%	48%	45%	45%	45%	45%	45%

资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所测算（需求量=需求金额/单价，按照平均进口价格从 2014 年的每吨 8,351.0 美元减至 2018 年的每吨 8,291.6 美元进行测算）

截至 2021 年，中国烟草拥有 11 家境外卷烟生产企业。其中包括威尼顿集团有限公司、金叶卷烟厂（澳门）有限公司、中烟国际欧洲有限公司等，大多为中烟公司与境外资本合营公司，市场包括柬埔寨、罗马尼亚、蒙古、老挝、巴拿马、秘鲁、美国等国家和东南亚、中东、非洲、太平洋岛屿、欧洲等地区，共计产能 352 亿支。

图表 35 中国烟草境外卷烟生产公司

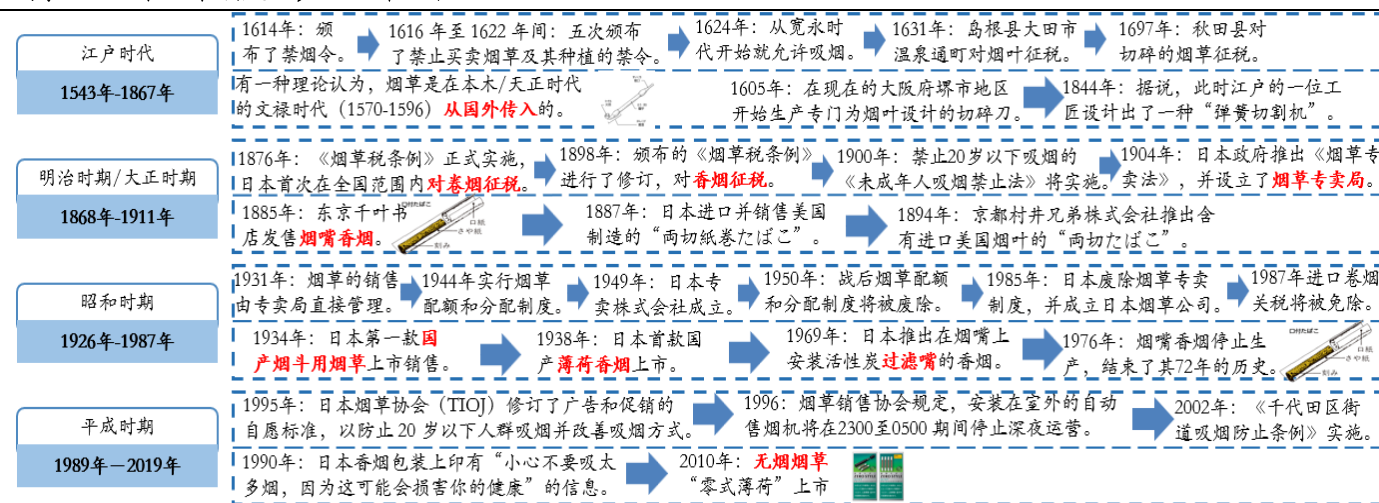
烟草工业公司	股权结构	产能 (亿支)	从业人员 (人)	卷烟品牌	市场
威尼顿集团有限公司	广东中烟工业有 80% 股份，亚细安国际占 20% 股份	75	835	吴哥、利是、椰树、金宝、皇冠等	2019 年在柬埔寨市占率超 40%
金叶卷烟厂（澳门）有限公司	广东中烟工业、广东省烟草公司、金叶（香港）烟草各占股份的 55%、26%、19%	30	69	MU、双喜、吉利、五叶神	国内、中东、非洲、太平洋地区、及巴拿马、秘鲁、美国等国家。
中烟国际欧洲有限公司	安徽中烟占 61.58%、红塔集团占 25.45%、陕西中烟占 12.21%、丰佳国际占 0.76%	50	185	都宝、金丝猴	非洲、中南亚、蒙古、罗马尼亚

蒙古烟草有限公司	陕西中烟 41%、陕西省烟草公司 10%、蒙古阿哈穆德音乎其公司 30%、蒙古新大陆公司 19%	20	137	红鹰、都宝、金叶丛、蒙古包、好猫、延安、猴王	2019 年在蒙古市占率为 31%
环球烟草有限公司	瓦达尼亚持股 60%、浙江中烟持股 40%	20	130	摩登 (细支)	阿联酋、阿曼
科伦印象有限公司	中浙江中烟持股 15%、塞班国际公司持股 50%、韦查耶公司持股 35%	20	50	摩登 (爆珠)	印度尼西亚等东南亚周边其他国家及地区
香港红塔国际烟草有限公司	红塔集团股权占 55%、新加坡仁恒国际投资持股 30%、云南烟草国际持股 15%	57	121	玉溪、红塔山、阿诗玛、云烟、中国梦、大唐、MARBLE、ASHIMA、BRASS	新加坡、中南亚
老挝寮中红塔好运烟草有限公司	红塔集团股权占 91%、老挝沙伯服装厂持股 6%、老挝 DD 建筑有限公司持股 3%	80	664	GEM、玉溪、红塔山、阿诗玛、红梅、云烟	2019 年在老挝市占率超 45%
总计		352	2191		

资料来源：《中国烟草年鉴》，华安证券研究所

回顾日本烟草 (JT) 发展路径，通过收并购完成国际化，成为全球四大烟草公司。自 1898 年日本颁布《烟草专卖法》以来，日本对烟草行业实行专卖制度，具体而言就是在烟草行业实行政企合一的公社制度和国家控制干预制度，从烟草种植、生产到销售、进口等均实施专营制度，且零售实行统一定价和进货渠道管控。20 世纪 80 年代，受到欧美要求开放卷烟市场的政治压力，加上世界石油危机的直接影响，日本政府不得不实施国有企业民营化改革。1985 年，日本废除了烟草专卖制，同年日本专卖公社被改组为政府全额出资的特殊公司，即日本烟草产业株式会社 (简称“JT”)。

图表 36 日本烟草制度及产品变革历程



资料来源：日本烟草公司官网，华安证券研究所

1999 年之后，JT 在全世界范围通过数十次的收购，使自己成为全球四大烟草

企业之一。其中包括：1999 年，投资 78 亿美元收购了美国雷诺烟草公司的国际烟草业务，将海外市场覆盖从 40 多个国家迅速增加到 70 多个国家；2007 年，以 75 亿英镑收购了加拉赫烟草公司，使 JT 国际卷烟市场份额从 7.5% 增加到了 10.8%；2011 年，出资 4.5 亿美元收购在苏丹和南苏丹经营的哈格卷烟烟草厂有限公司，扩张非洲市场；2011 年，与 Ploom 公司达成合作协议，JT 将在美国以外的地区销售 Ploom 的新一代“吸烟替代产品”等。2024 年 8 月，JT 正式宣布将以 24 亿美元总价收购美国第四大烟草公司 Vector Group 全部已发行股份，完成此次收购后，JT 在美国市场的份额预计将从目前的 2.3% 提升至约 8%，大幅提升其在全球第二大烟草市场的地位。

图表 37 JT 全球收购情况

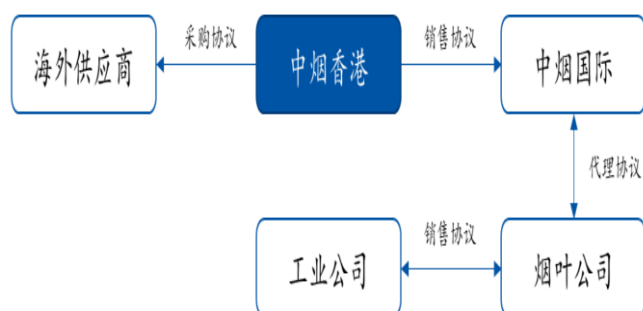
年份	公司	属国	意义
1999	RJR Nabisco	美国	将海外市场覆盖从 40 多个国家迅速增加到 70 多个国家
2007	Gallaher Ltd	英国	国际卷烟销量大幅增长，市场份额从 7.5% 增加到了 10.8%，从而在全球烟草市场中的排名跃升至第三位
2011	Haggar Cigarette & Tobacco Factory Ltd	南苏丹	标志着 JT 在非洲市场的扩张
2012	Gryson NV	比利时	推动公司在欧洲手卷烟市场的发展
2013	Megapolis	俄罗斯	支付 7.5 亿美元收购了俄罗斯最大烟草分销商 Megapolis 20% 的股份，进一步巩固了其在俄罗斯市场的地位
2013	Al Nakhla Tobacco Company S.A.E.	埃及	纳哈拉是全球领先的水烟烟草生产商之一
2015	Logic Technology Development LLC	美国	收购美国电子烟制造商 Logic，进一步扩展在电子烟市场的影响力
2017	Mighty Corporation	菲律宾	Mighty Corporation 为菲律宾烟草巨头
2017	Karyadibya Mahardhika 和 Surya Mustika Nusantara	印度尼西亚	收购 Kretek 生产商和销售代理商
2018	Donskoy Tabak	俄罗斯	收购俄罗斯第四大卷烟制造商 Donskoy Tabak，进一步扩大在俄罗斯市场的业务
2024	Vector Group	美国	收购美国第四大烟草公司，美国市场的份额预计将从目前的 2.3% 提升至约 8%

资料来源：烟草市场，SeeSmo，华安证券研究所

3.2 烟叶进出口业务为基本盘，提供安全边际

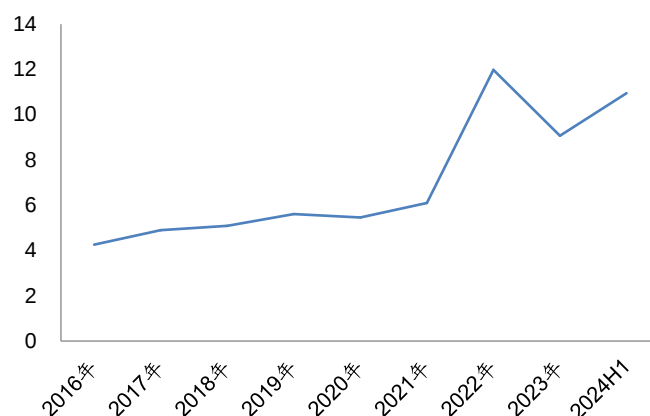
烟叶进口业务：即从世界各地的原产国或地区（如巴西、阿根廷、加拿大、赞比亚等）采购烟叶类产品并向中烟国际出售进口烟叶类产品，以转售予中国卷烟生产企业。采用以成本加成的固定利润率定价策略，销售价为采购价加价 6%（小部分为制造特定卷烟品牌而进口烟叶加价 3%），故 2016-2021 年毛利率较为稳定，在 4%-6% 之间波动。2021 年收购产销一体化的中烟巴西后，实现供应链的纵向整合，由巴西进口烟叶至中国的业务盈利能力得到较大提升。2023/2024H1 公司烟叶进口业务分别实现收入 80.79/68.02 亿港元，同比+49%/+5%，毛利率分别为 9.07%/10.05%。主要系：1）受烟叶季节性波动影响，毛利率较高的巴西烟叶类产品占比提升；2）全球烟叶供不应求，烟叶类产品的整体销售单价提高。

图表 38 中烟香港烟叶进口业务流程



资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所

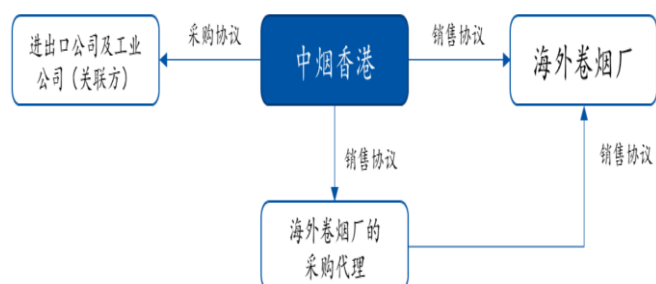
图表 39 中烟香港烟叶进口业务毛利率 (%)



资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

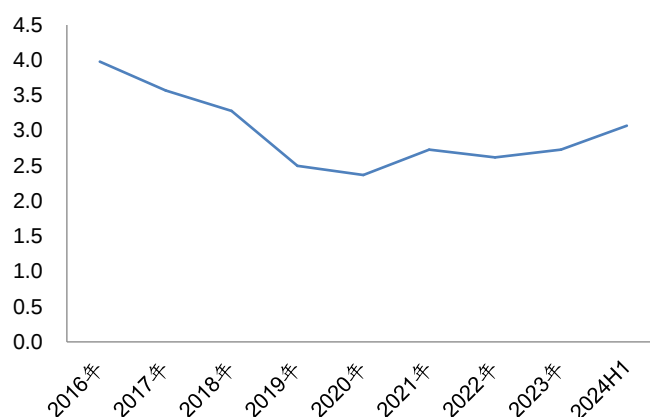
烟叶出口业务：即从进出口公司或工业公司采购烟叶类产品并销售给海外卷烟生产企业和卷烟生产企业的授权采购代理，地区涵盖东南亚、台湾地区、香港及澳门，并于 2023 年拓展至欧洲。向中烟的采购协议采取固定加价比率方法定价，加价比例范围固定在销售价的 1%-4%，盈利能力同样较为稳定，2016-2021 年毛利率在 2%-4% 之间波动。2024 年起，合同加价比例调整为不低于 1%、不低于 2% 和不低于 4%，将推动毛利率提升。2023/2024H1 公司烟叶出口业务分别实现收入 16.52/9.18 亿港元，同比-22%/+23%，毛利率分别为 2.73%/3.01%。主要系：1) 紧抓国际市场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增长；2) 优化定价策略。

图表 40 中烟香港烟叶出口业务流程



资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所

图表 41 中烟香港烟叶出口业务毛利率 (%)



资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

2024H1 烟叶进出口业务均量价齐升。拆分量价来看，2023 年烟叶进口/出口量为 11.72/7.05 万吨，烟叶进口/出口价格为 6.89/2.34 万港元/吨，烟叶进口量价齐升，主要系受疫情影响延迟装运的烟叶到港，烟叶出口量下滑主要系主要出口地区卷烟税上调和控烟措施趋严影响。2024H1 烟叶进口/出口量为 9.55/3.41 万吨，烟叶进口/出口价格为 7.12/2.69 万港元/吨，烟叶进出口业务均量价齐升，主要系国际市场烟叶供不应求，公司积极组织适销货源，并优化产品结构，提升单价。2016-2023 年，中烟香港进口烟叶收入 CAGR 为 10%，数量 CAGR 为 9%；出口烟叶收入 CAGR

为 0.3%，数量 CAGR 为 7%。

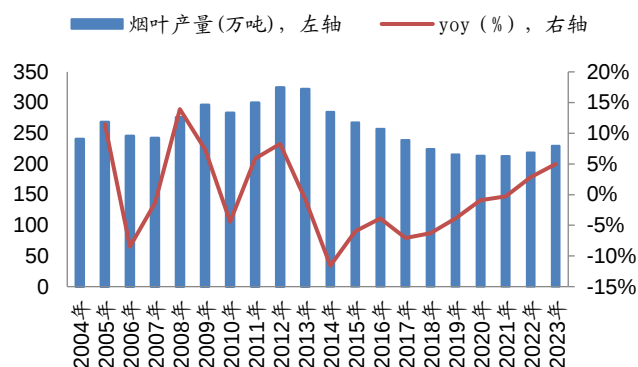
图表 42 中烟香港烟叶进出口业务量价拆分

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024H1
烟叶进口业务 (万港元)	406,361.11	548,751.35	433,842.42	463,088.54	135,075.00	517,785.33	542,470.78	807,903.00	680,218.70
yoy		35%	-21%	7%	-71%	283%	5%	49%	5%
毛利率 (%)	4.26	4.90	5.09	5.61	5.46	6.10	11.98	9.07	10.95
量 (吨)	64497	92488	71814	87,261	22,466	97,248	91,964	117,216	95,521
价格 (万港元/吨)	6.3	5.93	6.04	5.31	6.01	5.32	5.9	6.89	7.12
烟叶出口业务 (万港元)	161,664.25	189,520.57	117,949.10	215,788.30	193,380.02	229,684.64	212,231.48	165,220.40	91,778.10
yoy		17%	-38%	83%	-10%	19%	-8%	-22%	23%
毛利率 (%)	3.98	3.57	3.28	2.50	2.37	2.73	2.62	2.73	3.07
量 (吨)	45197	57433	42177	85,463	82,013	101,663	95,531	70,509	34,129
价格 (万港元/吨)	3.58	3.3	2.8	2.52	2.36	2.26	2.22	2.34	2.69

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

量价拆分下，未来增长有望持续稳定。数量方面，烟叶实行按国家计划种植，由各地烟草专卖局对总计划进行分配，签订烟叶种植收购合同。2014 年初，国家烟草专卖局分析行业面临增长速度回落、工商库存增加、结构空间变窄、需求拐点逼近四大难题，针对烟叶库存高位运行的严峻形势，作出烟叶生产三年调控规划，通过减少烤烟收购量将烟叶库存调整到合理水平，全国烟叶播种面积和烟叶产量自 2014 年起下滑，于 2021 年起保持稳定。1) **进口**：国家烟草总局并指出“要稳步扩大优质烟叶资源进口，推动优质烟叶资源向优势企业、重点品牌适度集中。”2023 年，我国烟叶产量为 230 万吨，对进口烟叶类产品的需求量为 15 万吨，进口占总需求量比例为 6.2%。在中国卷烟高端化和品牌化推动下，进口烟叶占比持续提升，烟叶进口亦能够对高端烟叶产量做补足。

图表 43 2004-2023 年全国烟叶产量及 yoy (万吨, %)



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 44 对进口烟叶类产品 (中国) 的需求量及占比 (吨, %)

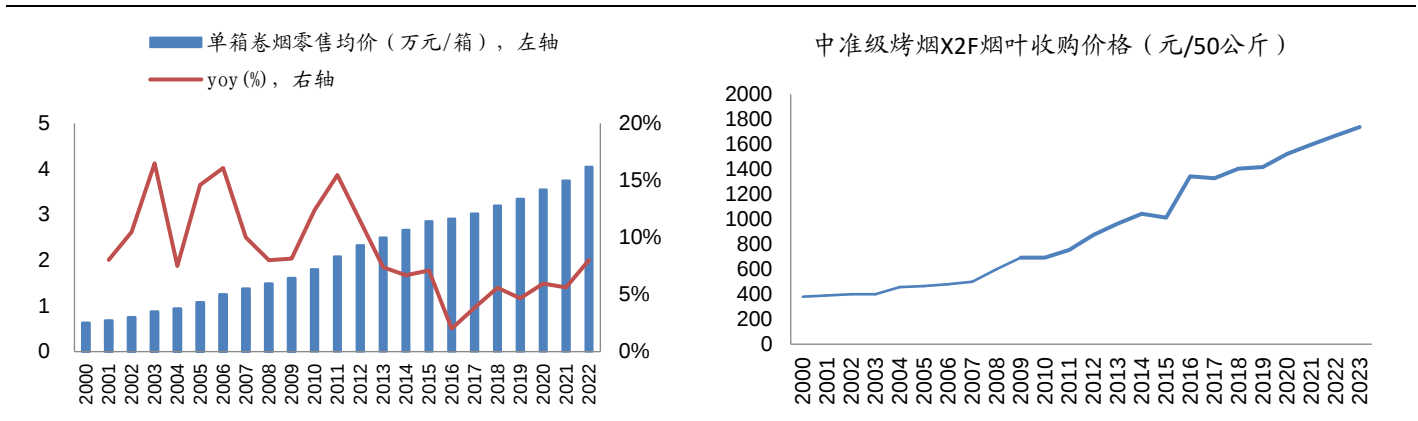
吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
加拿大	2539	2675	2752	2756	0	2126	2165	2218	2258	2298
其他	2539	6309	6729	5452	5437	5700	5879	6059	6251	6359
赞比亚	9963	6837	7017	7390	6125	6171	6230	6289	6349	6408
阿根廷	9939	8984	9252	9376	4618	6087	6206	6338	6458	6578
美国	25925	27265	21700	20280	19580	19818	20203	20601	21012	21449
巴西	33756	21123	14899	39081	31021	37052	37780	38523	39281	40381
津巴布韦	70303	68336	67887	59024	61717	62933	64177	65438	66727	67387
进口合计	154963	141529	130235	143360	128497	139887	142641	145466	148335	150862
国产合计	284.67	267.73	257.39	239.14	224.1	215.34	213.4	212.76	218.81	229.67
进口占比	5.16%	5.02%	4.82%	5.66%	5.42%	6.10%	6.27%	6.40%	6.35%	6.16%

资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所 (需求量=需求金额/单价，按照平均进口价格从 2014 年的每吨 8,351.0 美元减至 2018 年的每吨 8,291.6 美元进行测算)

量价拆分下，未来增长有望持续稳定。数量方面，2) **出口**：东南亚地区、香港、澳门及台湾地对中国出口的烟叶数量需求稳定提升，2014-2023 年 CAGR 为 5.4%。烟叶出口亦能够对国产烟叶库存进行消耗。**价格方面**，1) 随着产品结构升级，上等烟比例由 1982 年的 1.94% 提升至 2021 年的 71.23%，高品质烟叶占比持续提升，烟草产品价格持续增长为烟叶价格提供支撑。此外，雪茄烟的需求快速增长，而 2020

年国产雪茄烟叶原料供给量仅为 28.29%，将推动雪茄烟叶进口占比提升，而雪茄烟叶价格为普通烟叶数倍，将推动烟叶进口均价提升。2) 烟草行业 ESG 管理要求较高，承担助力乡村振兴、脱贫攻坚重要使命，历史烟叶收购价格持续稳定增长。中准级烤烟 X2F 烟叶收购价格从 2000 年的 380 元/50 公斤增长至 2023 年的 1738 元/50 公斤，CAGR 为 6.83%。

图表 45 2000-2022 年烟草行业批发销售均价(万元/箱,%) 图表 46 2000-2023 年中准级烤烟 X2F 烟叶收购价格(元/50 公斤)



资料来源:《中国烟草年鉴》，华安证券研究所

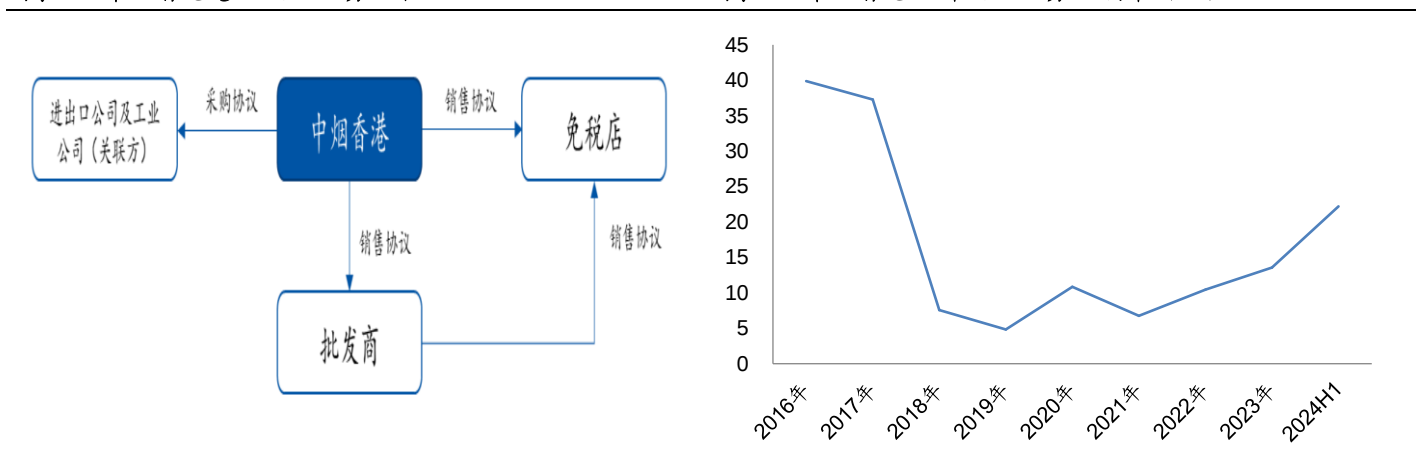
资料来源:《中国烟草年鉴》，华安证券研究所

3.3 积极拓展卷烟及新型烟草出口，培育新增长点

卷烟出口业务: 即向独家经营区域及新增特定区域直接销售或通过分销商销售中国烟草总公司集团旗下卷烟。独家经销区域为泰国、新加坡、香港及澳门的免税市场以及中国境内关外地区，客户包括: 1) 该等地区免税店; 2) 销售给批发商，用于进一步销售给该等地区。2024 年 9 月中旬起，正式从免税市场逐步进入有税市场，包括香港、澳门和柬埔寨，东南亚地区市场亦在逐步开拓中。2023/2024H1 公司卷烟出口业务分别实现收入 12.09/5.47 亿港元，同比+876%/+128%，毛利率分别为 13.57%/22.20%，主要系: 1) 持续优化产品组合，加大新品投放力度; 2) 扩大自营业务规模; 3) 免税市场客流量持续恢复，产品动销提升。

图表 47 中烟香港卷烟出口业务流程

图表 48 中烟香港烟叶出口业务毛利率 (%)



资料来源: 中烟香港招股书，华安证券研究所

资料来源: 中烟香港公司公告，华安证券研究所

免税卷烟出口业务: 疫后恢复红利有望持续 2-3 年，免税市场拓展可期。疫情期间由于国际客流大幅下降，使得公司在两国三地的免税卷烟销售受到了较大影响，

随着疫情管控措施的放开, 2023 年开始, 公司卷烟出口业务出现了明显反弹。展望未来, 1) 2023 年公司卷烟出口量为 28.04 亿支, 仅恢复至 2019 年的 51% 水平。2024H1 年出入境人次为 2019H1 的 83%, 仍未恢复至疫情前, 后续免税店消费客流量持续恢复, 卷烟出口量亦将增长。2) 公司当前卷烟免税业务仅覆盖新加坡、泰国、香港、澳门及中国境内关外地区, 这些市场占 2017 年中国烟草总公司旗下实体全球免税卷烟出口所得收入的 40.4%, 若将其余免税渠道纳入上市公司, 免税业务仍有较大增长空间。3) 公司上市之初通过分销商形式拓展免税卷烟市场, 未来随着自营比例的提升, 盈利能力有望明显提升。

图表 49 公司卷烟出口业务量价拆分

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024H1
卷烟出口 (百万港元)	630.08	424.22	1,497.87	2,161.36	158.05	173.15	123.87	1,208.73	547.32
yoy		-33%	253%	44%	-93%	10%	-28%	876%	128%
毛利率 (%)	39.88	37.28	7.57	4.83	10.85	6.76	10.45	13.57	22.20
销量 (百万支)	1844	1114	3645	5506	430	463	383	2804	1106
单价 (港元/百支)	34.17	38.08	41.09	39.26	36.77	37.36	32.32	43.11	49.50

资料来源: 中烟香港公司公告, 华安证券研究所

图表 50 两国三地及中国境内关外地区对中国免税卷烟的需求

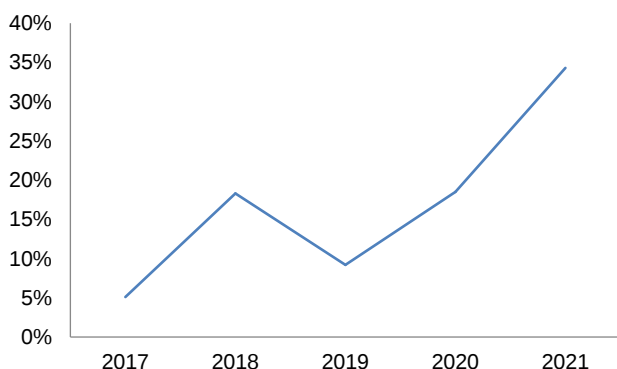
销售额 (百万美元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
香港	50.4	38.8	25	26.1	19.8	21.4	22.9	24.6	26.7	29.1
新加坡	105.2	75.7	67.3	63.3	63.5	64.5	65.8	67.2	68.2	69.3
泰国	8.5	8	7.3	8.6	7	7.5	8	8.7	9.2	9.7
澳门	2.9	1.7	3.9	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4
境内关外	105.5	167.6	178.2	178.5	183.3	185.7	188.1	190.5	193	195.5
总计	272.5	291.8	281.7	277.6	274.8	280.3	286.1	292.3	298.5	305
销量 (百万支)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
香港	1296	970	608	617	455	478	498	520	549	582
新加坡	2704	1892	1636	1497	1460	1442	1431	1421	1402	1386
泰国	219	200	177	203	161	168	174	184	189	194
澳门	75	42	95	26	28	27	28	27	29	28
境内关外	2712	4190	4332	4220	4214	4152	4090	4028	3969	3909
总计	7005	7295	6849	6563	6318	6267	6221	6181	6138	6099

资料来源: 中烟香港公司公告, 华安证券研究所测算 (销量=销售额/单价, 按照高端卷烟及其他一类卷烟的平均售价从 2014 年的每一千支卷烟 38.9 美元上涨至 2018 年的每一千支卷烟 43.5 美元进行测算)

有税卷烟出口业务: 2024 年 9 月起, 正式拓展有税市场, 贡献新增长来源。

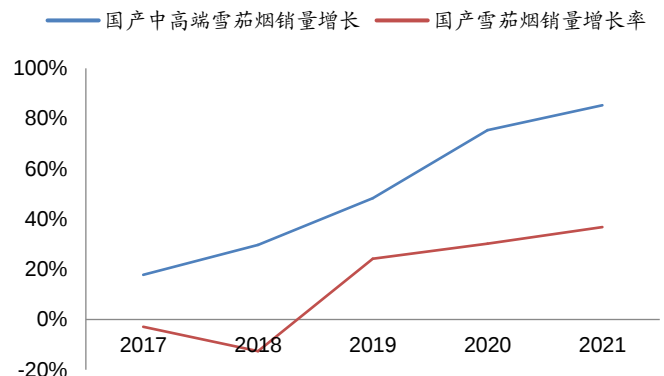
2024 年 4 月 8 日, 中烟香港与四川中烟工业公司签订长城雪茄战略合作, 将向相关卖方采购卷烟并于新增特定区域转售及出口卷烟。2024 年 7 月 19 日, 中烟香港与四川中烟工业公司于成都正式签署长城雪茄在 3 个境外市场的独家经销协议, 包括香港、澳门和柬埔寨。长城雪茄是中国雪茄领军品牌, 2023 年手工雪茄国内市场份额近 50%, 其中高端手工雪茄国内市场份额近 70%, 此次合作有助于推动长城雪茄品牌国际化进程和全球影响力提升, 亦有助于中烟香港逐步开拓有税市场。

图表 51 2017-2021 年国产雪茄烟单支批发均价增长率 (%)



资料来源: 《中国烟草年鉴》, 华安证券研究所

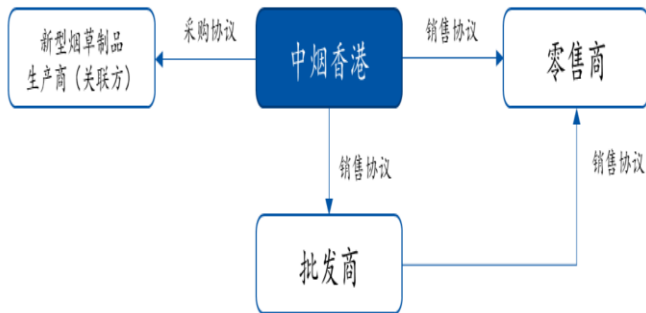
图表 52 2017-2021 年国产雪茄烟销量增长率 (%)



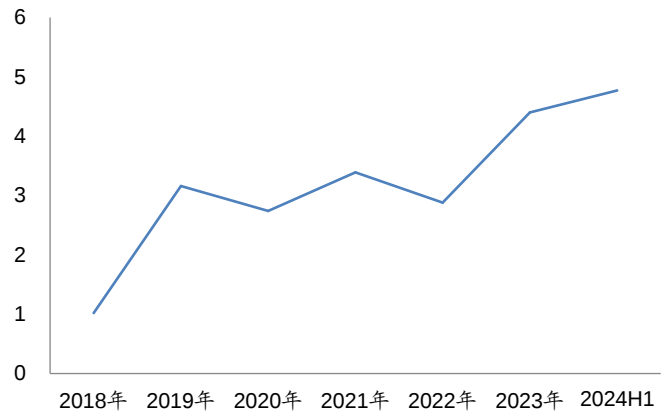
资料来源: 《中国烟草年鉴》, 华安证券研究所

新型烟草制品出口业务：即自 2018 年 5 月开始独家经营将新型烟草制品出口至全球海外市场的业务，自工业公司采购新型烟草制品，并售予全球（中国除外）零售商及批发商。主要产品类型为加热不燃烧烟草制品，品牌包括 MC、娇子（宽窄）、COO 及 MU+。主要市场包括东南亚、中东、泛俄地区、欧盟等。2023/2024H1 公司新型烟草制品出口业务分别实现收入 1.30/0.44 亿港元，同比+18%/+28%，毛利率分别为 4.40%/4.77%，主要系：1）加强重点品牌培育，深度挖掘重点市场渠道空间，加大客户营销力度；2）持续丰富产品组合，优化产品定价策略。

图表 53 中烟香港新型烟草制品出口业务流程



图表 54 中烟香港新型烟草制品出口业务毛利率（%）



资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

新型烟草制品出口业务：差异化竞争下，积极拓展主要市场。截至 2023 年，公司新型烟草业务已覆盖 50+个国家（地区），核心区域为东南亚、中东、泛俄和欧盟，包括 20+个新型烟草制品品牌，主要包括 MC、娇子（宽窄）、COO 及 MU+。技术层面，中烟已具备了对烟具、烟弹等产品的工业化生产能力，为绕开 IQOS 的专利技术，中烟公司从多角度尝试对产品和服务进行创新，正在逐渐建立起 HNB 相关的专利储备，产品技术或已与四大烟草公司的产品相当。价格层面，公司价格相对于同行业竞争对手较低，2023 年公司出口单价为 0.19 港元/支，而 PMI 的 HNB 产品单价为 0.76 港元/支，公司产品单价仅为四大烟草公司 HNB 产品的 1/4。

图表 55 2018 年新型烟草制品出口品牌量价拆分

	收入（千港元）	销量（百万支）	每单位平均售价（千港元）
MU+	61	0.15	407
娇子（宽窄）	5455	16	341
MC	9366	28.5	329
COO	2009	10.2	197
新型烟草制品出口	16891	54.85	308

资料来源：中烟香港招股书，华安证券研究所

图表 56 新型烟草制品业务量价拆分

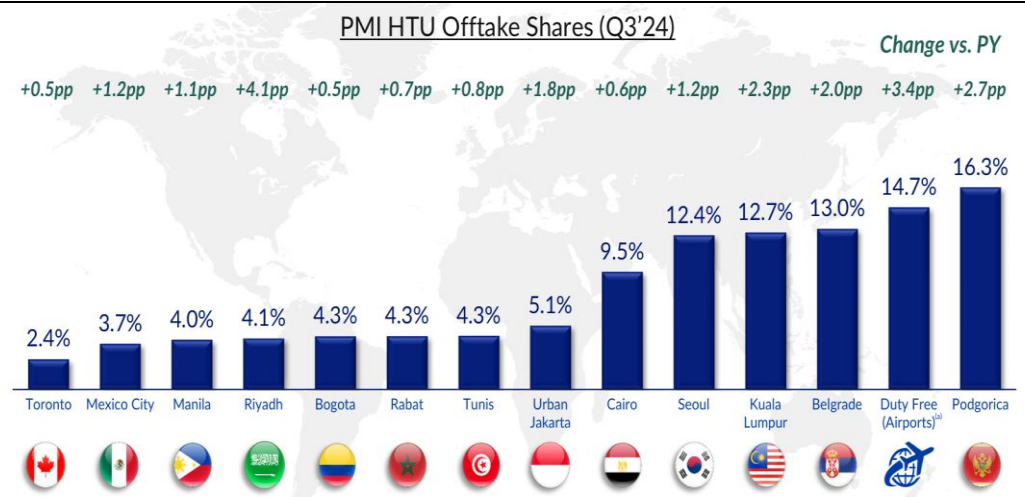
	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024H1
新型烟草制品出口（亿港元）	1,689.06	2,681.97	3,830.81	10,158.08	11,013.34	12,997.90	4,351.70
yoy		59%	43%	165%	8%	18%	28%
毛利率（%）	1.02	3.16	2.74	3.39	2.88	4.40	4.77
销量（百万支）	54.85	107.55	164.99	455	502	677.31	234.94
单价（港元/百支）	30.79	24.94	23.22	22.34	21.92	19.19	18.52

资料来源：中烟香港公司公告，华安证券研究所

新型烟草制品出口业务：差异化竞争下，积极拓展主要市场。当前电子烟市场格局未定，头部公司 PMI 2023 年的全球 HTU 市场份额仅为 4.7%，在埃及/菲律宾

/俄罗斯的市场份额仅为 1.7%/0.5%/8.0%。2022 年俄乌战争爆发后，四大烟草公司谨慎发展俄罗斯市场，如 BAT 出售俄罗斯业务，日本烟草优化调整俄罗斯业务，为中烟香港发展泛俄地区市场提供发展良机。展望未来，公司一方面将充分发挥平台资源优势，优化产品结构和重点市场经营模式，拓宽目标市场渠道，提高自营业务比重，扩大经营收益，培育品牌国际影响力。另一方面，将完善自有品牌全球商标布局和管理，优化业务运营策略，防范市场运营风险，提升产品市场竞争力。

图表 57 2024 年 Q3 PMI HTU 产品全球市场份额

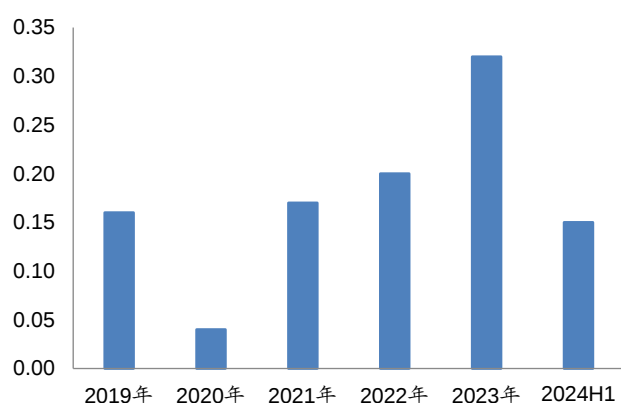


资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

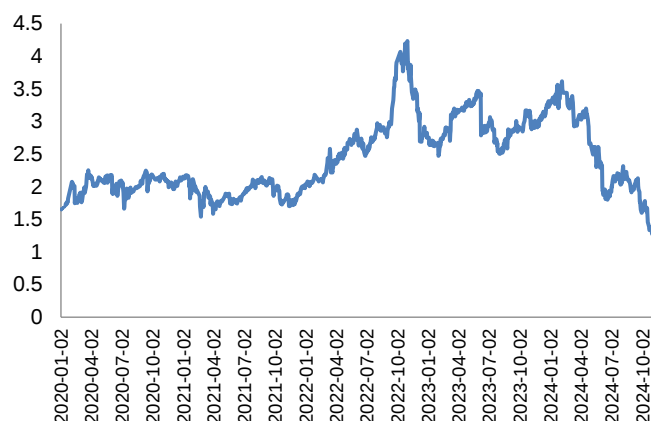
3.4 持续稳定派息，保障股东权益

持续稳定派息，保障股东权益。公司盈利能力良好、现金流充裕，为更好地回馈股东、共享发展成果，经充分考虑集团的良好盈利能力及充裕现金流，派发截至 2023 年 12 月 31 日止年度末期股息每股 0.32 港元，同比增长 60%；并宣布自 2024 年起派发中期股息，2024 年中期股息金额为每股 0.15 港元。

图表 58 2019-2024H1 中烟香港每股派息金额（港元/股） 图表 59 2020-2024 年中烟香港股息率（%）



资料来源：Wind，华安证券研究所



资料来源：Wind，华安证券研究所

稳定 EPS 增长与高分红比例推动烟草公司市值上涨。2023 年，四大跨国烟草公司菲莫国际/英美烟草/日本烟草/帝国品牌实现净收入 351.7 亿美元/272.8 亿英镑/25913 亿日元（烟草业务）/80.1 亿英镑（烟草业务），分别同比+10.7%/-1.3%/+7.2%/+2.8%，菲莫国际增长得益于加热卷烟量价齐升和传统卷烟价格提高，日本烟草

增长得益于稳步提价和可燃烟草制品市场份额提升。我们对根据公式“股价收益率=估值贡献+盈利贡献+分红贡献+股本贡献”对推动四大跨国烟草公司股价上涨的因素进行分析，菲莫国际/日本烟草自 2017 年股价收益率分别为 49%/44%，估值对股价负贡献，稳定的 EPS 增长与高分红比例是推动股价上涨的核心原因，分红贡献的重要性更为显著。

图表 60 四大跨国烟草公司主要业绩

		2019	2020	2021	2022	2023
销量 (万箱)	菲莫国际	1532.7	1409.3	1439.8	1462.2	1476.4
	英美烟草	1396	1338	1348.2	1290	1187.4
	日本烟草	1049.2	1016.6	1057.6	1054.2	1080.2
	帝国品牌	488	478.2	463.8	441.8	396
销售收入 (亿美元)	菲莫国际	779.2	760.5	822.2	806.7	845.7
	英美烟草	839.1	833.9	884.5	881	818.6
	日本烟草	672.1	686.1	742.7	\	\
	帝国品牌	299.1	305.7	321.1	259	273.8
消费税 (亿美元)	菲莫国际	481	473.5	508.2	489.1	494
	英美烟草	508.6	503	531.1	476.2	470.7
	日本烟草	495.8	511.7	552.1	\	\
	帝国品牌	196.6	203.6	218.4	172.7	175.9
利润 (亿美元)	菲莫国际	105.3	116.7	129.8	122.5	115.6
	英美烟草	115.2	127.9	140.8	130.1	-200.8
	日本烟草	40.8	42	47.3	51.6	48.1
	帝国品牌	26.4	34.8	40.2	42.3	37.9

资料来源：《2023 年世界烟草发展报告》，华安证券研究所

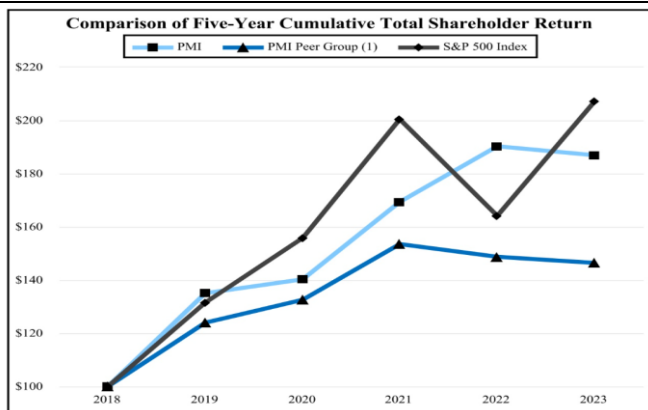
图表 61 2017 年初-2023 年末四大跨国烟草公司股价收益率拆分

	股价收益率	估值贡献	盈利贡献	分红贡献	股本贡献
菲莫国际	49%	-55%	63%	92%	0%
英美烟草	-9%	354%	-180%	-154%	81%
日本烟草	44%	-22%	-5%	126%	0%
帝国品牌	-49%	-516%	1277%	-567%	94%

资料来源：Wind，华安证券研究所

稳定的业绩增长和高股息是推动菲莫国际股价上涨的两大重要因素。以菲莫国际为例，2009/1/1 至 2023/12/31，菲莫国际的股价收益率为 346%，期间，公司的 EPS CAGR 为 1.50%，每股股利 CAGR 为 5.93%，年均分红比例为 82.28%。分四大因素来看，估值贡献/盈利贡献/分红贡献/股本贡献分别为 24.54%/25.83%/32.84%/16.79%，稳定的业绩增长和高股息是推动菲莫国际股价上涨的两大重要因素。从股息层面看，烟草公司现金流较好，可以提供稳定的股利，菲莫国际自 2008 年上市以来，每年都在增加年度股息，累计增长 182.6%，年复合增长率为 7.2%。从 EPS 层面看，自 1982 年以来，美国香烟销量持续下降，香烟行业主要通过提高价格来维持收入规模，除此之外，PMI 还通过区域扩展和产品创新来驱动收入增长。

图表 62 PMI 与 S&P 500 回报率比较



资料来源：PMI 公司公告，华安证券研究所

图表 63 菲莫国际年度股息



资料来源：PMI 公司官网，华安证券研究所

4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

(1) 烟叶类产品进口业务: 数量方面, 在中国卷烟高端化和品牌化推动下, 进口烟叶占比有望持续提升, 烟叶进口亦能够对高端烟叶产量做补足。价格方面, 高品质烟叶占比持续提升, 烟草产品价格持续增长为烟叶价格提供支撑, 此外, 雪茄烟的需求快速增长, 将推动雪茄烟叶进口占比提升, 从而推动烟叶进口均价提升。我们预计 2024-2026 年公司烟叶类产品进口业务收入分别为 84.05/87.45/90.98 亿元, 同比收入增速分别为 4%/4%/4%。

(2) 烟叶类产品出口业务: 数量方面, 东南亚地区、香港、澳门及台湾地对中国出口的烟叶数量需求稳定提升。价格方面, 烟草行业 ESG 管理要求较高, 承担助力乡村振兴、脱贫攻坚重要使命, 历史烟叶收购价格持续稳定增长。我们预计 2024-2026 年公司烟叶类产品出口业务收入分别为 19.27/21.25/22.54 亿元, 同比收入增速分别为 17%/10%/6%。

(3) 卷烟出口业务: 一方面, 2023 年公司卷烟出口量为 28.04 亿支, 仅恢复至 2019 年的 51% 水平。2024H1 年出入境人次为 2019H1 的 83%, 仍未恢复至疫情前, 后续免税店消费客流量持续恢复, 公司卷烟出口业务有望持续修复。另一方面, 2024 年 9 月起, 正式拓展有税市场, 贡献新增长来源。我们预计 2024-2026 年公司卷烟出口业务收入分别为 18.38/25.15/31.82 亿元, 同比收入增速分别为 52%/37%/27%。

(4) 新型烟草制品出口业务: 公司一方面将充分发挥平台资源优势, 优化产品结构和重点市场经营模式, 拓宽目标市场渠道, 提高自营业务比重, 扩大经营收益, 培育品牌国际影响力。另一方面, 将完善自有品牌全球商标布局和管理, 优化业务运营策略, 防范市场运营风险, 提升产品市场竞争力。我们预计 2024-2026 年公司新型烟草制品出口业务收入分别为 1.69/2.13/2.56 亿元, 同比收入增速分别为 30%/26%/20%。

(5) 巴西经营业务: 公司将扩大原烟收购区域, 增强巴西市场原烟资源调配能力; 拓展销售区域, 构建更广泛的客户群体, 打造新的利润增长点。我们预计 2024-2026 年公司来自巴西的其他业务收入分别为 9.66/11.15/12.65 亿元, 同比收入增速分别为 26%/16%/13%。

图表 64 公司分业务收入预测 (百万港元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
烟叶类产品进口业务	542,470.78	807,903.00	840,542.28	874,500.19	909,830.00
yoy	5%	49%	4%	4%	4%
烟叶类产品出口业务	212,231.48	165,220.40	192,713.07	212,466.16	225,405.35
yoy	-8%	-22%	17%	10%	6%
卷烟出口业务	12,386.76	120,872.70	183,847.38	251,503.21	318,151.56
yoy	-28%	876%	52%	37%	27%
新型烟草制品出口业务	11,013.34	12,997.90	16,923.27	21,340.24	25,608.29
yoy	8%	18%	30%	26%	20%
巴西经营业务	54,318.15	76,628.10	96,551.41	111,516.87	126,460.14
yoy	73%	41%	26%	16%	13%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

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, 承载中烟全球化使命。从安全边际来看, 公司烟叶进出口业务为特许经营权下的基本盘, 商业模式决定盈利能力稳定, 现金流优秀, 卷烟及新型烟草出口提供新增长点, 伴随

全球烟草市场持续稳定增长和公司份额提升，公司业绩有望持续稳定增长。从远期空间看，中烟香港承载中烟海外业务的战略重任，公司将逐步集中和整合中烟的各类海外资源，成为全球烟草行业更具竞争力的市场参与者。我们预计公司 2024-2026 年营业总收入为 133.06/147.13/160.55 亿港元，同比增长 12%/11%/9%，归母净利润为 8.04/9.34/10.62 亿港元，同比增长 34%/16%/14%，截至 2025 年 2 月 6 日，对应 EPS 为 1.16/1.35/1.54 港元，对应 PE 为 23.04/19.85/17.45 倍。

图表 65 盈利预测和估值

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万港元）	11836	13306	14713	16055
收入同比(%)	42%	12%	11%	9%
归母净利润（百万港元）	599	804	934	1062
归母净利润同比(%)	60%	34%	16%	14%
ROE（%）	24.01%	26.90%	23.69%	21.15%
每股收益（港元）	0.87	1.16	1.35	1.54
市盈率（P/E）	11.34	23.04	19.85	17.45

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 2 月 6 日）

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为“商贸零售—一般零售”，我们选取申万二级行业分类一般零售的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2025 年 2 月 6 日收盘价，根据 Wind 一致预期，一般零售公司的 PE（TTM）/PE（2024E）/PE（2025E）分别为 37.45/49.87/37.71 倍，中烟香港的 PE（TTM）/PE（2024E）/PE（2025E）分别为 23.61/23.04/19.85 倍，中烟香港的 PE（TTM）、PE（2024E）、PE（2025E）均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 66 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
801203.SI	商贸零售—一般零售	37.45	49.87	37.71
6055.HK	中烟香港	23.61	23.04	19.85

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2025 年 2 月 6 日）

5 风险提示

（1）与国家烟草专卖制度发生任何重大变化或被废除有关的风险。公司极其依赖与中国烟草总公司旗下的实体之间的业务关系，国家烟草专卖制度对公司的业务经营至关重要。该制度的任何重大变化或被废除将对公司的业务、经营业绩、财务表现及前景产生重大不利影响。如果国家烟草专卖制度发生变化，导致其他实体亦可从事公司目前所从事的烟草制品进出口业务，公司将面临与该等实体的竞争。

（2）烟草制品的全球需求及消费减少风险。鉴于世界卫生组织及各个国家加大控烟力度，全球控烟活动及消费者对健康问题日益关注可能导致烟草制品的全球需求及消费减少。公司无法保证烟草制品的总体需求最终将不会下降，烟草制品总体需求的下滑会对公司的业务、经营业绩及财务状况产生重大不利影响。

（3）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、目的国及转运点的各项安全及海关检查，并受到关税及其他贸易限制。该等进出口

管制及贸易限制可能导致转运点延误或烟叶类产品及卷烟交付延误，进出口商被征收关税、罚款或实施其他惩罚，以及增加关税。一般而言，针对烟草制品的贸易限制（包括关税增加、禁运及海关限制）会对公司的业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。

（4）与客户业务关系发生变化风险。公司的大部分收入来自数量有限的客户。倘若公司与主要客户的关系或相关买卖协议的重要商业条款（例如采购价）发生任何不利变动，公司的业务、经营业绩及财务状况均会受到重大不利影响。此外，倘若任何主要客户大幅度减少其采购量，或终止向公司下达订单，公司可能无法及时或以相似条款发掘替代客户，公司的业务、经营业绩、财务状况及前景均会受到重大不利影响。

（5）存货报废的风险。就烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务及新型烟草制品出口业务而言，公司的存货主要包括已装运及在海上运输的烟叶类产品及新型烟草制品。就卷烟出口业务而言，我们需要维持香港保税仓恰当的存货水平，以向零售商进行直销，从而及时满足彼等的需求，而不影响我们的流动性。如果烟叶类产品及新型烟草制品的运输有任何重大延迟，或对卷烟的供求出现未预料的大幅波动或异常状况，或终端客户的喜好改变（上述情形可能导致需求减少及存货过多），则公司可能面临存货报废风险。

（6）外汇风险。若公司烟草制品出口目的地的当地货币贬值，则会对公司的出口量产生不利影响，反之亦然。同样，外汇变动可能会对游客的相对购买力产生负面影响，并导致出游人数减少或降低游客出游时在免税店购买卷烟（尤其是奢侈品牌）的意愿，进而对公司的经营业绩产生不利影响。尽管公司力图管理外币风险，以尽量减少汇率波动带来的任何负面影响，但无法保证能够获得成功，且汇率波动（特别是任何持续汇率变动）会对公司的业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万港元					利润表					单位:百万港元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
流动资产	6,214	7,906	9,707	11,732	营业收入	11,836	13,306	14,713	16,055	营业收入	11,836	13,306	14,713	16,055					
现金	571	1,415	2,111	2,811	其他收入	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0					
应收账款及票据	516	554	605	647	营业成本	10,748	11,867	13,063	14,194	营业成本	10,748	11,867	13,063	14,194					
存货	2,974	3,198	3,447	3,667	销售费用	0	146	159	172	销售费用	0	146	159	172					
其他	2,153	2,739	3,543	4,608	管理费用	0	40	41	43	管理费用	0	40	41	43					
非流动资产	527	382	513	528	研发费用	0	0	0	0	研发费用	0	0	0	0					
固定资产	34	27	35	42	财务费用	56	78	88	97	财务费用	56	78	88	97					
无形资产	353	283	406	415	除税前溢利	859	1,154	1,340	1,524	除税前溢利	859	1,154	1,340	1,524					
其他	139	72	72	72	所得税	167	224	260	296	所得税	167	224	260	296					
资产总计	6,740	8,288	10,220	12,260	净利润	692	930	1,080	1,228	净利润	692	930	1,080	1,228					
流动负债	3,998	4,920	5,754	6,549	少数股东损益	94	126	146	166	少数股东损益	94	126	146	166					
短期借款	2,480	3,307	3,979	4,607	归属母公司净利润	599	804	934	1,062	归属母公司净利润	599	804	934	1,062					
应付账款及票据	1,233	1,319	1,451	1,577	EBIT	915	1,232	1,428	1,621	EBIT	915	1,232	1,428	1,621					
其他	285	294	324	365	EBITDA	966	1,310	1,511	1,721	EBITDA	966	1,310	1,511	1,721					
非流动负债	47	50	50	50	EPS (元)	0.87	1.16	1.35	1.54	EPS (元)	0.87	1.16	1.35	1.54					
长期债务	0	0	0	0	主要财务比率														
其他	47	50	50	50															
负债合计	4,045	4,970	5,804	6,599	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E										
普通股股本	1,404	1,404	1,404	1,404	成长能力														
储备	1,211	1,708	2,659	3,739	营业收入	42.19%	12.42%	10.58%	9.12%										
归属母公司股东权益	2,494	2,991	3,942	5,022	归属母公司净利润	59.71%	34.36%	16.08%	13.75%										
少数股东权益	202	327	473	639	获利能力														
股东权益合计	2,695	3,318	4,416	5,662	毛利率	9.19%	10.81%	11.21%	11.59%										
负债和股东权益	6,740	8,288	10,220	12,260	销售净利率	5.06%	6.05%	6.35%	6.62%										
现金流量表					ROE														
					单位:百万港元														
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC	14.24%	14.99%	13.71%	12.72%										
经营活动现金流	518	949	1,136	1,365	偿债能力														
净利润	599	804	934	1,062	资产负债率	60.01%	59.96%	56.79%	53.82%										
少数股东权益	94	126	146	166	净负债比率	70.85%	57.02%	42.30%	31.73%										
折旧摊销	51	78	84	100	流动比率	1.55	1.61	1.69	1.79										
营运资金变动及其他	-226	-59	-28	37	速动比率	0.81	0.96	1.09	1.23										
投资活动现金流	-1,699	-537	-1,020	-1,183	营运能力														
资本支出	-16	0	-215	-115	总资产周转率	1.81	1.77	1.59	1.43										
其他投资	-1,683	-537	-805	-1,068	应收账款周转率	12.48	24.87	25.38	25.66										
筹资活动现金流	-27	415	563	499	应付账款周转率	7.05	9.30	9.43	9.37										
借款增加	345	827	672	628	每股指标 (元)														
普通股增加	0	0	0	0	每股收益	0.87	1.16	1.35	1.54										
已付股利	-138	-325	0	0	每股经营现金流	0.75	1.37	1.64	1.97										
其他	-234	-87	-109	-129	每股净资产	3.61	4.32	5.70	7.26										
现金净增加额	-1,214	844	696	699	估值比率														
					P/E	11.34	23.04	19.85	17.45										
					P/B	2.74	6.20	4.70	3.69										
					EV/EBITDA	9.05	15.60	13.50	11.82										

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 2 月 6 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师: 徐偲, 南洋理工大学工学博士, CFA 持证人。曾在宝洁(中国)任职多年, 兼具实体企业和二级市场经验, 对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券, 负责轻工, 大消费, 中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘, 多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师: 余倩莹, 复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券, 研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因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, 致使无法给出明确的投资评级。