

中烟香港 (06055)

证券研究报告
2020年02月17日

以国际市场为基，以新型烟草为擎，中烟香港或可成为中国版 JT

一、公司的护城河壁垒有哪些？

- 制度优势：**烟草专卖制度确立**中国烟草集团**是我国从事烟草专卖品生产、销售、进出口的唯一实体，国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业进行集中统一管理。2018年我国卷烟销量近23700亿支，全球占比达44.5%；2018年我国卷烟销售规模近2263亿美金，全球占比达31.7%，是全球最大卷烟消费国和生产国。
- 稀缺优势：**中烟香港拥有相关烟草国际业务独家经营权。根据中国烟草总公司60号文，中烟香港是中国烟草总公司指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家营运实体。我们认为该“独家地位”较为罕见，未来或将持续受益于中烟进行海外拓展及股权并购整合事宜。
- 经营模式优势：**现金流稳健，议价能力强。公司背靠中烟集团，近年来收入稳中有增；同时因现有定价政策，各项业务毛利率波动较小，抗风险能力较高；业务模式及牌照优势决定公司议价能力较强且现金流较好；未来或将收购海外烟草品牌及渠道以提升竞争力。

二、中烟“走出去”的必要性—国际市场机遇在哪？

我国烟草产量与贸易量不对等，烟草国际贸易仍有较大潜在空间。根据Frost&Sullivan数据，我国虽是第一大卷烟生产国及消费国，但我国烟叶制品及卷烟在全球烟草贸易中的市场份额分别仅为5.8%和5.4%，与我国作为烟草生产大国的地位不相匹配。以“一带一路”为契机，加快烟草国际业务发展。2015年4月，我国开始推动“一带一路”建设，沿线国家共有65个，沿线人口数量达到44亿，是全球跨度最长、发展潜力极大的经济合作带，也为我国的烟草国际贸易带来潜力可观的发展机遇。

三、他山之石：日本烟草（JT）的国际化发展之路

纵览全球跨国烟草公司的发展历史，可以发现**通过并购、重组来实现品牌、市场份额提升**是四大烟草公司共有的发展特征。1) 上世纪80年代后，日本烟草（JT）在国内需求疲软和海外巨头施压的双重压力下，开始了大规模的跨国收购历史，从而打破**原有贸易及政策限制**，同时获得当地的**供应链及销售网络**等。2019年海外市场已成为JT的核心业绩来源，海外烟草板块营收占比高达60%。2) 加快新型烟草布局：日本烟草2019年加热不燃烧制品Ploom烟弹销售量为33亿支，约合6.6万大箱，同比增17.86%。

四、借力新型烟草，中烟香港或将开启发展新篇章

国际烟草巨头已经开始将研发重点倾斜于新型烟草领域，近年来市场规模快速上升。菲莫国际（PMI）2019年新型烟草板块收入56.93亿美元，营收占比18.7%；IQOS烟弹出货量已达596.52亿支（约合119万大箱），同比增长44.2%。我国目前的加热不燃烧制品产品种类相对较少，且国内市场还未开放，但发展势头强劲，目前各大中烟公司加速布局技术研发工作，产品只供海外出口；同时，独有“中式烤烟”风味调制技术也将为满足国内外消费者特有偏好打下良好基础。

盈利预测与估值

我们认为，公司背靠中烟集团、**壁垒优势显著**，为目前中烟旗下唯一的国际业务平台，具有稀缺性，**有望成为中国烟草行业发展与变革的直接受益者**。我们预计公司20/21/22年营收为108.2/125.5/139.1亿港元，净利润为4.34/5.36/6.30亿港元，公司是中烟体系唯一的国际业务平台，我们给予公司2021年35倍市盈率，对应市值188亿港元，给予“买入”评级。

风险提示：政策变动风险，销售不及预期，新型烟草发展不及预期，并购整合风险

投资评级

| | |
|-------|------------|
| 行业 | 必需性消费/食品饮料 |
| 6个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 17.5 港元 |
| 目标价格 | 27.2 港元 |

基本数据

| | |
|--------------|------------|
| 港股总股本(百万股) | 691.68 |
| 港股总市值(百万港元) | 12,104.40 |
| 每股净资产(港元) | 2.66 |
| 资产负债率(%) | 44.13 |
| 一年内最高/最低(港元) | 28.50/4.93 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 吴立 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517010002 | |
| wuli1@tfzq.com | |
| 蒋梦晗 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110519110001 | |
| jiangmenghan@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中烟香港-公司深度研究：“走出去”战略排头兵，打造中烟唯一国际业务平台》 2019-06-19



内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 公司的护城河壁垒有哪些？ | 4 |
| 1.1. 制度优势：烟草专卖制度下的全球最大卷烟消费国 | 4 |
| 1.2. 稀缺优势：公司拥有相关业务的独家经营权 | 5 |
| 1.3. 经营模式优势：现金流稳健，议价能力强 | 7 |
| 2. 中烟“走出去”的必要性—国际市场的机遇在哪？ | 8 |
| 2.1. 国内烟草市场规模庞大，增速趋缓 | 8 |
| 2.2. 我国烟草国际贸易仍有较大潜在空间 | 9 |
| 3. 他山之石：日本烟草（JT）的国际化发展之路 | 10 |
| 3.1. 公司概况 | 10 |
| 3.2. 国际化背景：国内需求疲软，海外巨头施压 | 11 |
| 3.3. JT 的国际化之路：积极开展跨国并购，海外市场成为核心业绩来源 | 11 |
| 4. 借力新型烟草，中烟香港或将开启发展新篇章 | 12 |
| 4.1. 海外新型烟草产业蓬勃发展 | 12 |
| 4.2. 国内研发持续推进，产品走向国门 | 14 |
| 5. 盈利预测与估值 | 15 |
| 6. 风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：2018 年不同烟草消费方式占比 | 4 |
| 图 2：我国与全球卷烟销售量对比（亿支） | 4 |
| 图 3：我国与全球卷烟销售规模对比（亿美元） | 4 |
| 图 4：国家烟草专卖局组织架构图 | 5 |
| 图 5：烟叶制品进口业务流程示意图 | 5 |
| 图 6：烟叶制品出口业务流程示意图 | 6 |
| 图 7：卷烟出口业务流程示意图 | 6 |
| 图 8：新型烟草出口业务流程示意图 | 6 |
| 图 9：各业务板块营收情况（千港元） | 7 |
| 图 10：各板块营收占比变化示意图（%） | 7 |
| 图 11：各板块毛利率变化示意图（%） | 7 |
| 图 12：2011-2018 年我国烟草行业税利总额及增速（亿元，%） | 8 |
| 图 13：全球卷烟销量逐年下滑（亿支，%） | 8 |
| 图 14：2018 年各烟草公司的全球（除中国）市占率（%） | 8 |
| 图 15：2018 年我国烟叶类产品产量位居世界第一 | 9 |
| 图 16：2018 年全球烟叶类产品出口额占比（%） | 9 |
| 图 17：2018 年全球卷烟出口额占比（%） | 9 |
| 图 18：JT 部分代表性烟草品牌一览 | 10 |
| 图 19：日本成年烟民比例（%） | 11 |

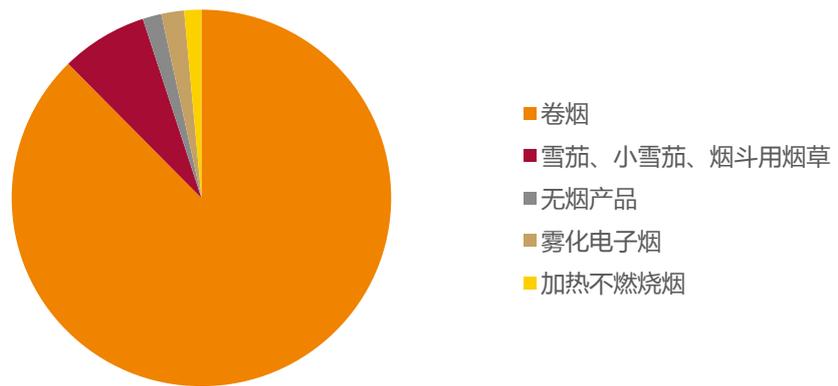
| | |
|--|----|
| 图 20: 日本国内市场及 JT 的国内卷烟销量对比 (亿支) | 11 |
| 图 21: 日本烟草 1999 至 2009 年主要收并购事件 | 12 |
| 图 22: 日本烟草于全球收购并购企业 | 12 |
| 图 23: JT 海外烟草收入占比已达 60% (2019) | 12 |
| 图 24: IQOS 烟弹出货量及占比 | 12 |
| 图 25: PMI 新型烟草板块营收及占比 | 12 |
| 图 26: IQOS 品牌市占率 (2019Q4) | 13 |
| 图 27: IQOS 品牌市占率 (2018 年) | 13 |
| 图 28: Ploom 烟弹销量及市占率 (在日本减害产品品类中的占比) (亿支, %) | 13 |
| 图 29: 四川中烟 KUNG FU PLUS 加热器 | 14 |
| 图 30: 湖北中烟-MOK 烟具及 COO 烟弹产品示意图 | 14 |
| 图 31: 公司各业务收入拆分 (万港元) | 16 |
| 表 1: 一带一路年度卷烟销量排名前十国家烟草情况 | 10 |
| 表 2: 部分食饮消费龙头估值水平 | 15 |

1. 公司的护城河壁垒有哪些？

1.1. 制度优势：烟草专卖制度下的全球最大卷烟消费国

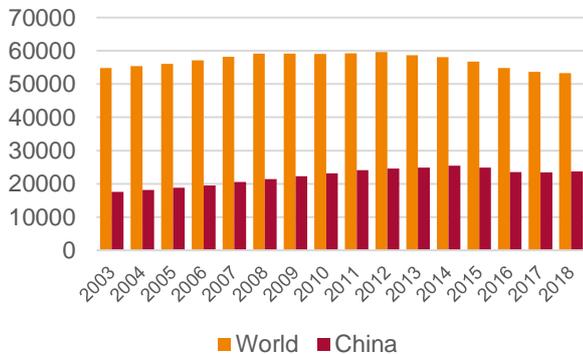
我国占据全球近一半卷烟消费市场。根据欧睿国际数据，2018 年全球烟草市场规模达 8144.65 亿美金，其中传统卷烟销售规模达 7136.62 亿美元，占比达 87.6%，卷烟也是近半个世纪以来全球烟草消费的主流方式。另一方面，从销售区域来看，我国 2018 年全国卷烟销量近 23700 亿支，全球占比达 44.5%；2018 年我国卷烟销售规模近 2263 亿美金，全球占比达 31.7%，是毋庸置疑的全球最大卷烟消费国和生产国。

图 1：2018 年不同烟草消费方式占比



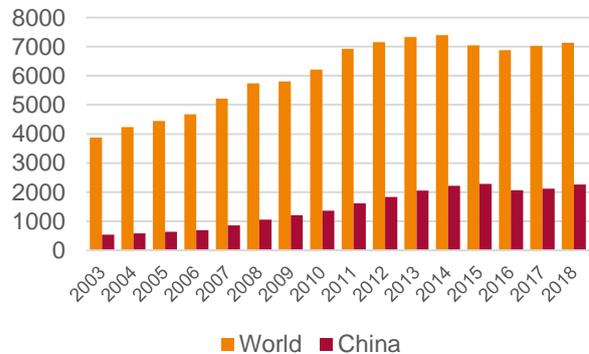
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 2：我国与全球卷烟销售量对比（亿支）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 3：我国与全球卷烟销售规模对比（亿美元）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

烟草专卖制度确立了中烟集团独家从事烟草专卖品的经营地位。我国烟草行业实行统一领导、垂直管理、专卖专营的管理体制，由国家烟草专卖局/中国烟草总公司负责，对全行业“人、财、物、产、供、销、内、外、贸”进行集中统一管理。

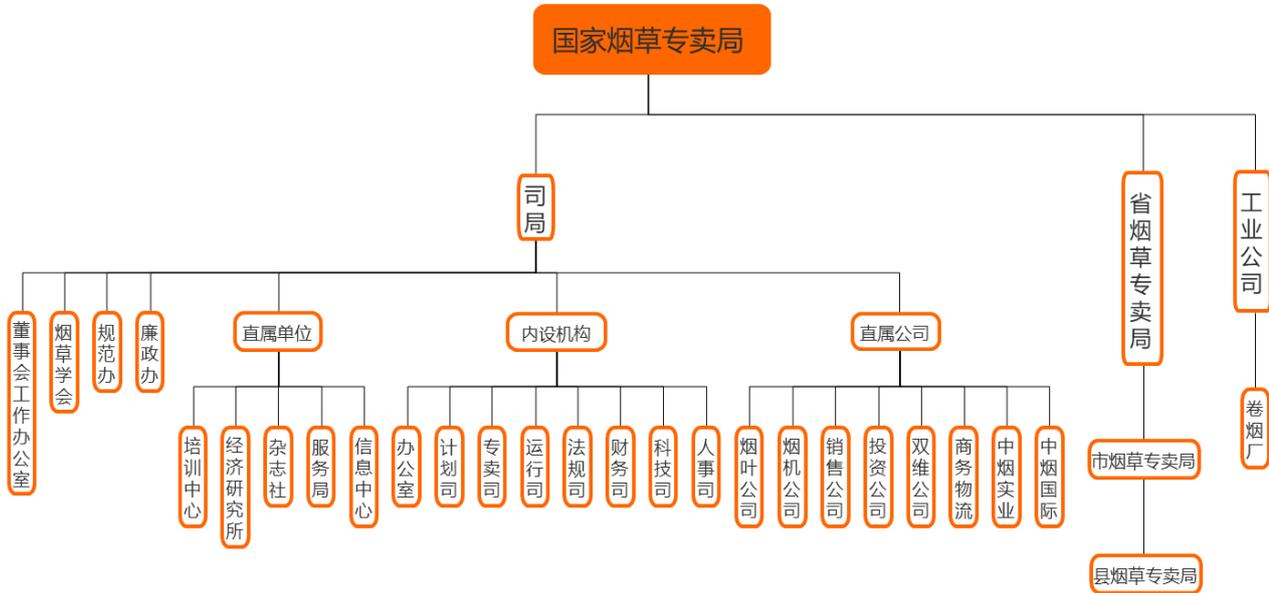
1981 年 5 月，国务院决定对烟草实行国家专营。1991 年《中华人民共和国烟草专卖法》出台，1997 年国务院发布《烟草专卖法实施条例》，以法律形式确立和完善国家烟草专卖制度。我国烟草专卖制度和管理体制以“统一领导、垂直管理、专卖专营”为核心，其中专卖专营包括三大法定许可制度：①烟草专卖品生产和进出口的法定许可证制度，烟草专卖品是指卷烟、雪茄烟、烟丝、复烤烟叶、烟叶、卷烟纸、滤嘴棒、烟用丝束、烟草专用机械；②烟草专卖品销售和经营主体的法定许可证制度；③烟草专卖品运输的法定准运证制度。

国家烟草专卖局、中国烟草总公司对全国烟草行业进行集中统一管理。1982 年中国烟草

总公司成立，1984 年国家烟草专卖局成立，两者属于一套机构、两块牌子。根据国家烟草专卖局官网，国家烟草专卖局设有直属机构 58 个；地市级局（公司）446 个，县级局（营销部）2283 个；卷烟工业企业和烟机制造企业 105 个，烟叶复烤企业 56 个，其他单位和企业 140 个。

烟草专卖制度确立中国烟草集团是我国从事烟草专卖品生产、销售、进出口的唯一实体。

图 4：国家烟草专卖局组织架构图



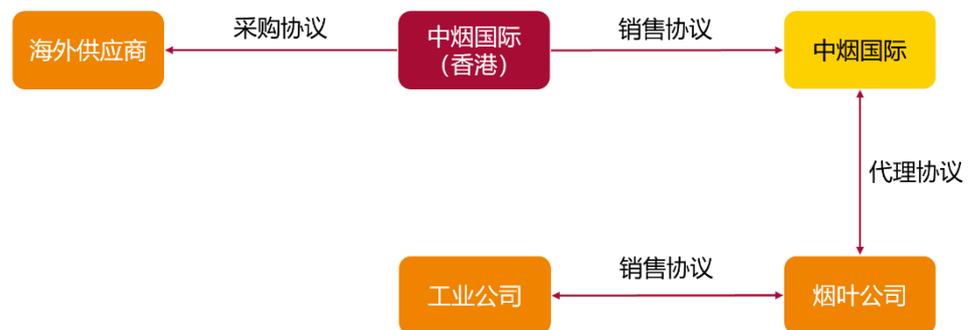
资料来源：中国烟草官网，天风证券研究所

1.2. 稀缺优势：公司拥有相关业务的独家经营权

根据中国烟草总公司 60 号文，中烟香港是中国烟草总公司指定的从事国际业务拓展平台及烟叶类产品进口、烟叶类产品出口、卷烟出口及新型烟草制品出口业务的独家营运实体，且未明确终止期限，拟为长期安排。

烟叶制品进口业务：指公司独家营运从全球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，以满足其对海外烟叶类产品需求的业务，所涉烟叶类产品主要包括烟叶、烟梗、烟末、烟草薄片及烟丝。公司通过与海外供货商签订采购海外烟叶类产品的采购协议，并根据销售协议将此类烟叶类产品售予中烟国际。

图 5：烟叶制品进口业务流程示意图

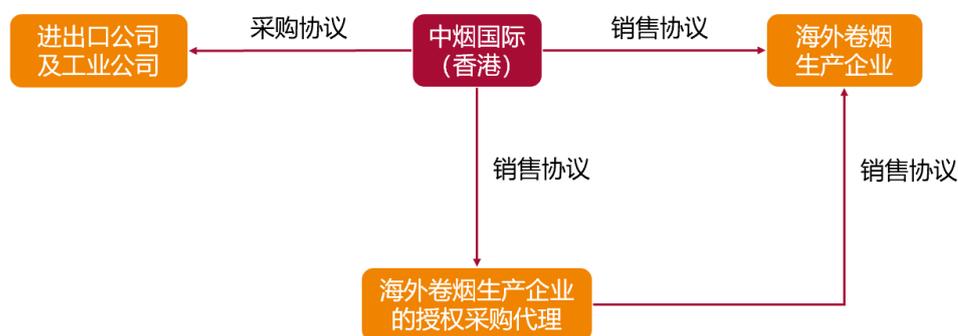


资料来源：招股书，天风证券研究所

烟叶制品出口业务：指公司独家经营的将自 CNTC 集团（中国烟草总公司集团）采购的烟叶类产品销售至东南亚、台湾地区、香港及澳门的烟叶类产品出口业务，所涉烟叶类产品

主要包括烟叶、烟梗、烟末、烟草薄片及烟丝。在业务流程上，公司首先与进出口公司及工业公司订立采购协议，以采购中国烟叶类产品，并根据销售协议向海外卷烟生产企业及其授权采购代理销售有关烟叶类产品。

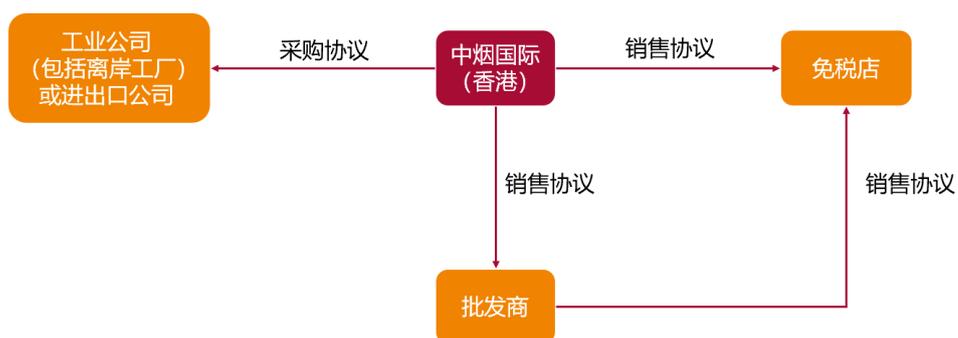
图 6：烟叶制品出口业务流程示意图



资料来源：招股书，天风证券研究所

卷烟出口业务：指公司**独家营运**自 CNTC 集团（中国烟草总公司集团）采购的卷烟最终销售至香港、澳门、泰国、新加坡及中国境内关外地区免税店的免税卷烟出口业务，所涉产品组合仅包括中国品牌卷烟。在业务流程上，公司通过与进出口公司及工业公司签订采购协议，以采购中国品牌卷烟，并根据销售协议将有关卷烟出售给免税店及批发商。

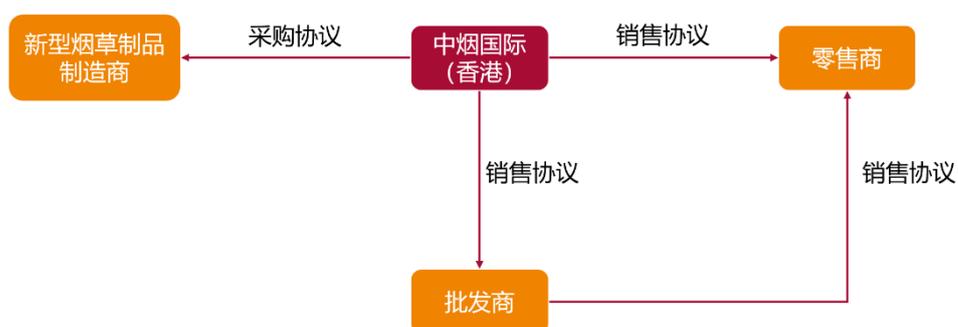
图 7：卷烟出口业务流程示意图



资料来源：招股书，天风证券研究所

新型烟草制品出口业务：指公司**独家经营的**将自 CNTC 集团（中国烟草总公司集团）采购的新型烟草制品销售至全球（中国除外）客户的新烟草制品出口业务，该业务自 2018 年 5 月开始，所涉产品主要为加热不燃烧烟草制品。在业务流程上，公司首先与新型烟草制品制造商签订采购协议，以采购新型烟草制品，并根据销售协议将新型烟草制品出售给零售商。

图 8：新型烟草出口业务流程示意图



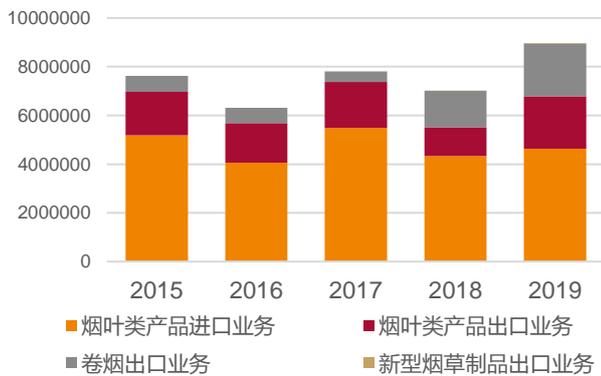
资料来源：招股书，天风证券研究所

我们认为，由中烟集团赋予公司的相关业务独家经营权以及国际业务拓展平台的地位，使得公司不论是在中烟集团业务体系内，抑或是在全球市场竞争中，都拥有较为强势的竞争优势，该“独家地位”在同类标的中较为罕见，未来或将持续受益于国内外烟草市场蓬勃发展所带来的潜在机遇。

1.3. 经营模式优势：现金流稳健，议价能力强

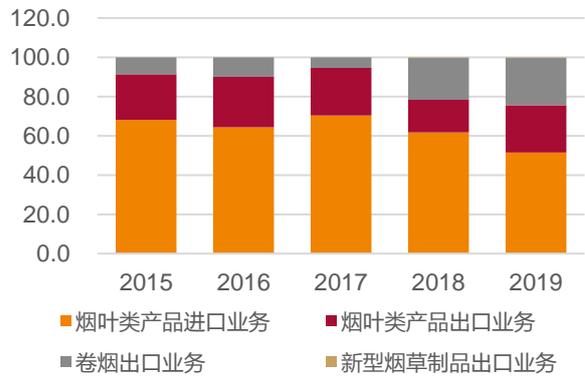
背靠中烟集团，收入稳中有增。公司目前独家拥有的四类业务为：烟叶类产品进口业务、烟叶类产品出口业务、卷烟出口业务及新型烟草制品出口业务，其中烟叶类产品进口为目前第一大主营业务，截止 2019 年底该业务占比为 51.6%。其次为烟叶类产品出口业务与卷烟出口业务，截止 2019 年底，占比分别为 24%与 24.1%，新型烟草制品出口业务于 2018 年 5 月开始运作，2019 年全年贡献 2682 万港元收入。

图 9：各业务板块营收情况（千港元）



资料来源：公司半年报，招股书，天风证券研究所

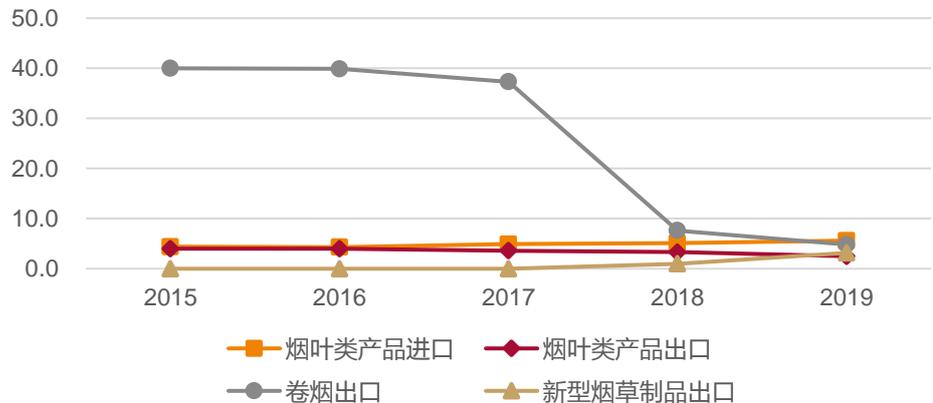
图 10：各板块营收占比变化示意图（%）



资料来源：公司半年报，招股书，天风证券研究所

依据现有定价政策，各项业务毛利率波幅较小。在 2018 年 1 月 1 日 250 号文生效后，公司四大主要业务基本定价原则为在采购价格基础上加价特定比例后再进行销售（烟叶类进口业务、卷烟出口业务），或在已定销售价格中减去特定比例后来决定采购价格（烟叶类出口业务、新型烟草出口业务）。由此可知，在 250 号文生效后，公司业务整体毛利率水平较为稳定，非完全市场化定价体系，抗市场价格波动风险能力较高。

图 11：各板块毛利率变化示意图（%）



资料来源：公司半年报，招股书，天风证券研究所

业务模式及牌照优势决定公司议价能力较强且现金流较好。公司作为中烟集团的独家进出口渠道，针对供应商或客户均有较为强势的议价能力。其中，在烟叶进口业务方面，公司是从巴西、美国、阿根廷、坦桑尼亚、马拉维等国家至中国的唯一烟叶进口供应商，该项业务对客户及供应商均具有较强势的议价力。得益于较为强势的议价能力与较为稳定的定价策略，公司与相关烟草工业公司或烟草贸易公司的合作账期均较短，根据公司披露数据，

2017-2019 年公司的应收账款周转天数分别为 29.46/29.09/25.09 天，账期短，现金流较为稳定。

2. 中烟“走出去”的必要性—国际市场的机遇在哪？

2.1. 国内烟草市场规模庞大，增速趋缓

根据《2015 中国成人烟草调查报告》数据显示，2015 年我国烟民数量达到 3.16 亿，吸烟率达到 27.7%；2018 年，我国卷烟销量约为 23700 亿支，卷烟销量约占全球卷烟总销量的 45%，是世界上最大的卷烟消费市场。

与此同时，为强化烟草行业管控、保障国家财政收入、保护消费者利益，我国烟草行业逐步形成了以“统一领导、垂直管理、专卖专营”为核心的烟草专卖制度和管理体系。烟草利税也成为我国财政收入的重要支柱之一，2018 年我国烟草行业实现税利总额 11556.2 亿元，同比增长 3.69%；上缴国家财政总额 10000.8 亿元，同比增长 3.37%，2019 年我国烟草行业工商税利和上缴财政总额再创历史最高水平。

图 12：2011-2018 年我国烟草行业税利总额及增速（亿元，%）



资料来源：国家烟草专卖局，东方烟草网，天风证券研究所

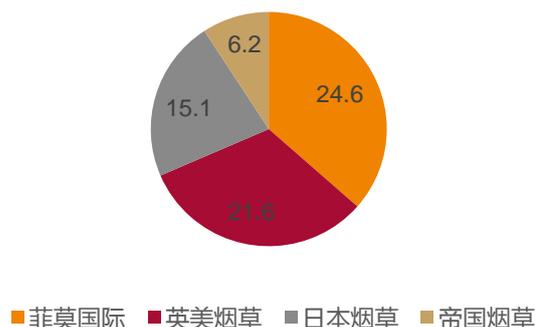
而在国际烟草市场中，菲莫国际、英美烟草、日本烟草、帝国烟草垄断了除我国之外的绝大部分海外卷烟市场，2018 年四大烟草公司在全球（除中国）烟草市场的份额约为 68%。随着全球控烟形势趋严，全球吸烟率普遍下降，各国为控制吸烟率而出台的税收和价格政策的影响力逐步变强，传统卷烟销量呈逐年下滑趋势，四大烟草公司因此相继将研发重心转至减害类新型烟草产品，创造多元化产品与收入来源。

图 13：全球卷烟销量逐年下滑（亿支，%）



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 14：2018 年各烟草公司的全球（除中国）市占率（%）



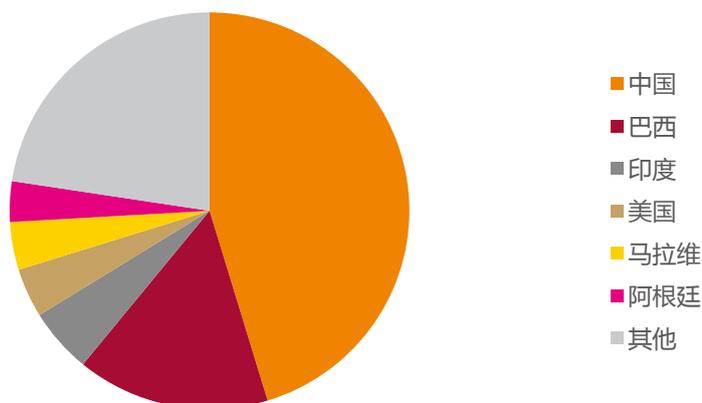
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

因此，一方面烟草行业是我国重要的税收来源，我国卷烟行业的发展不能完全由国内需求驱动，应当主动面向国际市场发展，分散发展风险，提升全球卷烟市场份额；另一方面，在面临国外寡头竞争和控烟趋严的背景下，通过国际烟草贸易与合作来提升我国在国际市场中的综合竞争力也是大势所趋。

2.2. 我国烟草国际贸易仍有较大潜在空间

我国烟草产量与贸易量不对等。我国被称为“烟草大国”，烟草的种植面积、产量一直位居于世界之首，2016 年全国种植烟叶 1619.5 万亩，收购烟叶 4216 万担。而我国生产的烟草产品绝大部分供国内消费，参与国际贸易的比例一直较低。根据弗若斯特沙利文数据，2018 年我国烟叶类产品产量达到 195.34 万吨，占全球总产量的 45.3%。

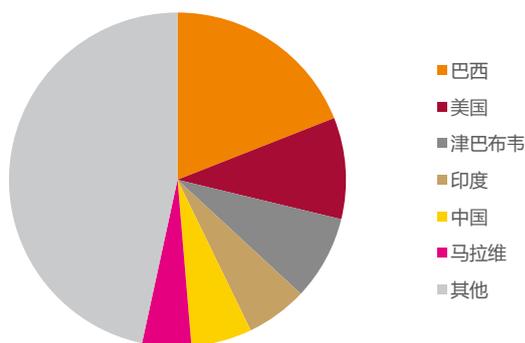
图 15：2018 年我国烟叶类产品产量位居世界第一



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

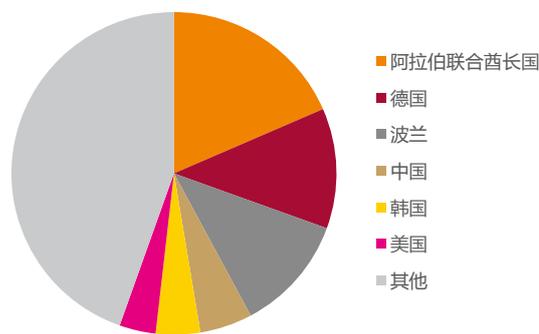
从贸易端来看，烟叶类制品和卷烟作为我国烟草产品贸易中额主要产品，两者所占的世界烟草贸易比重却比较低，2018 年，我国烟叶类产品出口额为 6.58 亿美元，卷烟产品的出口额为 13 亿美元，两者所占国际市场的份额分别为 5.8%和 5.4%。由此可见，我国的烟草产品所占世界烟草贸易的比重较低，与我国作为烟草生产大国的地位不相匹配。

图 16：2018 年全球烟叶类产品出口额占比 (%)



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

图 17：2018 年全球卷烟出口额占比 (%)



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

以“一带一路”为契机，加快烟草国际贸易发展。随着贸易全球化、区域经济一体化的国际环境下，我国烟草产业对于国际市场的重视程度也逐步升级。2015 年 4 月，我国开始推动“一带一路”建设，“一带一路”贯穿于亚洲、欧洲、非洲三大板块陆地和周边海洋，沿线国家共有 65 个，沿线人口数量达到 44 亿，是全球跨度最长、发展潜力极大的经济合作带，也为我国的烟草国际贸易带来潜力可观的发展机遇。

以卷烟销售情况为例，2016 年全球（不含中国）卷烟总销量约 3 亿件，其中“一带一路”沿线区域约 1.6 亿件，占比超过 50%。四大烟草跨国公司已在多数国家获得了一定份额的市场，地方烟草公司也占据一席之地。而我国对一带一路沿线国家均有较大数额的直接投资，并通过建设工程、设立孔子学院等与各国建立了广泛且深入的联系，有望通过加强并购、研发营销、人力资源建设等方式加强在沿路市场的渗透率。

表 1：一带一路年度卷烟销量排名前十国家烟草情况

| 国别 | 年度卷烟销量 (万箱) | 中国直接投资 净额 (万美元) | 中方人员 (人) | 四大跨国公司 及各国企业市占率(%) |
|---------|----------------|--------------------|-------------|---|
| 1 印度尼西亚 | 631.2 | 145057 | 12940 | 菲莫 33.7；英美 7.2；盐仓 23.1；嘉润 13.0 |
| 2 俄罗斯 | 561.4 | 296086 | 6652 | 菲莫 27.0；英美 21.1；日烟 33.5；帝国 8.2；Donskoy Tabak OAO7.2；KT&G0.5 |
| 3 土耳其 | 211.0 | 21099 | 6709 | 菲莫 44.5；英美 23.2；日烟 28.8；帝国 1.6；European Tobacco1.5 |
| 4 孟加拉国 | 172.2 | 7381 | 3335 | 英美 61.8；达卡烟草（数据缺失） |
| 5 印度 | 165.5 | 18101 | 1491 | 菲莫 3.4；英美 0.3；日烟 2.0；印度烟草 76.8 |
| 6 埃及 | 164.6 | 5566 | 2301 | 菲莫 10.3；英美 6.0；帝国 1.8；东方烟草 77.8 |
| 7 菲律宾 | 158.6 | 8684 | 1474 | 菲莫 65.1；英美 0.8；日烟 5.6；麦蒂公司 20.5 |
| 8 乌克兰 | 145.4 | 4258 | 29 | 菲莫 29.9；英美 23.5；日烟 21.1；帝国 19.1 |
| 9 越南 | 137.4 | 56017 | 8521 | 菲莫 3.3；英美 26.9；日烟 1.5；帝国 7.2；越南烟草 59.9 |
| 10 巴基斯坦 | 116.5 | 19601 | 9038 | 菲莫 29.9；英美 66.0；帝国 0.2 |

资料来源：《“一带一路”沿线烟草市场分析投资建议》，天风证券研究所

3. 他山之石：日本烟草（JT）的国际化发展之路

纵览全球跨国烟草公司的发展历史，可以发现**通过并购、重组来实现品牌、市场份额提升是四大烟草公司共有的发展特征**，而日本烟草产业株式会社（JT）是通过专卖制度改革随之走向国际化发展的成功案例，我们认为**通过对日烟的国家化发展之路进行研究，或将对中烟香港的战略定位及我国烟草产业未来改革发展方向起到一定借鉴意义。**

3.1. 公司概况

日本烟草产业株式会社（JT）是目前日本唯一的烟草专卖公司，它的前身是由日本大藏省经营的日本专卖公社，成立于 1904 年，1949 年改为日本专卖公社，成为烟草产业的唯一制造商和销售商。1984 年，为顺应世界专卖制度废弃潮流，专卖公社开展民营化改革，1985 年 4 月，日本专卖公司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（JT），公司承担国产烟叶的收购及香烟生产的垄断地位。经过 30 多年的发展，JT 已成为在全球拥有 30 多个烟草生产工厂、在 130 多个国家和地区销售的跨国烟草集团。

图 18：JT 部分代表性烟草品牌一览



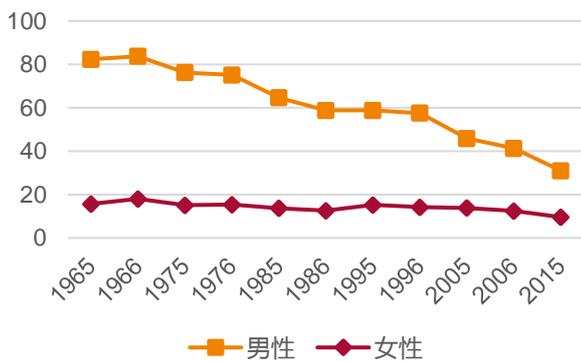
资料来源：JT 官网，天风证券研究所

3.2. 国际化背景：国内需求疲软，海外巨头施压

控烟趋严，卷烟销量下滑。上世纪 80 年代起，日本人口增长率逐步减缓，同时随着控烟措施的实施，日本烟民比例逐步降低，这使得日本烟草市场的销售规模逐步萎缩。根据日本厚生劳动省统计数据，2017 年日本成年男性吸烟率仅为 27.8%，成年女性吸烟率为 8.7%；而在近半世纪以前，1966 年日本成年男性的吸烟率高达 83.7%，成年女性吸烟率也高达 18%。也正因为如此，2015 年日本全国卷烟销量仅为 1823 亿支，相比 1995 年的 3347 亿支下滑近一半。

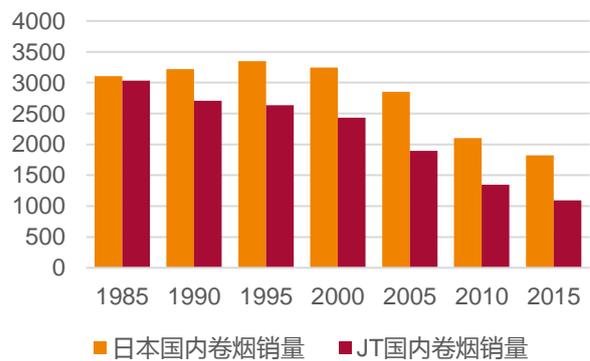
美欧施压，日本市场放开。从上世纪 70 年代开始，随着贸易全球化的发展，美欧国家强烈要求日本放开烟草市场、免除烟草进口关税。1908 年，日美两国就扩大外国香烟在日本的销售问题达成协议；1982 年，美国商务部要求日本将卷烟进口关税由 90% 下调至 20%，并允许外国烟草企业进行广告和销售，否则将对日本采取经济制裁；1985 年，日本废除烟草专卖制度，此后海外卷烟品牌迅猛挤占日本国内市场，JT 的市场份额下滑明显（参考下图）。

图 19：日本成年烟民比例（%）



资料来源：日本厚生劳动省，天风证券研究所

图 20：日本国内市场及 JT 的国内卷烟销量对比（亿支）



资料来源：日本烟草官网，天风证券研究所

3.3. JT 的国际化之路：积极开展跨国并购，海外市场成为核心业绩来源

在面对国内卷烟销售疲软的背景下，JT 开始积极向海外市场扩张。自 1999 年开始，除了加大自有品牌在海外地区的销售力度，JT 逐步加速对海外烟厂、品牌及销售渠道的并购进程，原因在于收购当地烟厂及品牌一方面可以打破原有贸易及政策限制，另一方面可以获

得当地的供应链及销售网络，从而控制各环节成本、增加盈利空间。通过收购公司不断开拓海外市场，包括了英国、瑞典、马来西亚、俄罗斯、奥地利、乌克兰、塞尔维亚等国家。2007年收购加拉赫，进一步助推公司成为全球最大烟草企业之一。

图 21：日本烟草 1999 至 2009 年主要收并购事件



资料来源：日本烟草公司，天风证券研究所

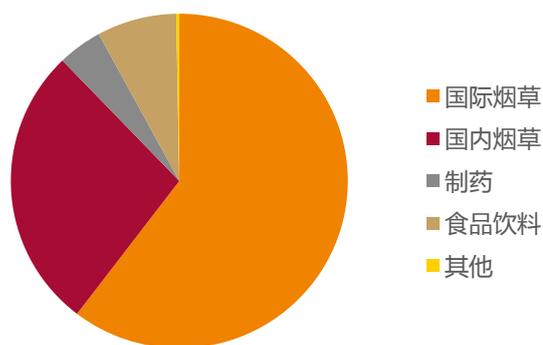
海外市场成为公司核心业绩来源。公司在 1985 年成立初期，海外香烟销量仅为 20 亿支，随着一系列跨国并购，公司烟草业务遍及 130 余个国家和地区。2019 年公司海外卷烟销量已达到 4458 亿支，销量大幅提升；海外烟草板块在公司总营收中占比达 60%。

图 22：日本烟草于全球收购并购企业



资料来源：JT 官网，天风证券研究所

图 23：JT 海外烟草收入占比已达 60% (2019)



资料来源：JT 年报，天风证券研究所

4. 借力新型烟草，中烟香港或将开启发展新篇章

4.1. 海外新型烟草产业蓬勃发展

新型烟草为菲莫国际贡献近 1/5 收入。2 月 6 日，菲莫国际 (PMI) 发布 2019 年年报，公布 2019 年全球 IQOS 烟弹出货量已达 596.52 亿支，约合 119 万大箱 (1 大箱=5 万支)，同比增长 44.2%，在公司的所有品牌出货总量中的占比达到 7.8%；与此同时，新型烟草板块 2019 年全年为公司贡献收入 56.93 亿美元，在公司总营收中的占比更是达到 18.7%，创历史新高；此外公司预计到 2021 年，IQOS 烟弹的年出货量将达到 900-1000 亿支，约合 180-200 万大箱。

图 24：IQOS 烟弹出货量及占比

图 25：PMI 新型烟草板块营收及占比



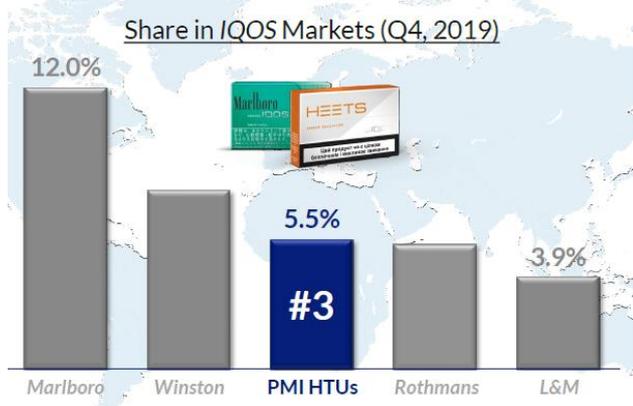
资料来源: PMI 年报, 天风证券研究所



资料来源: PMI 年报, 天风证券研究所

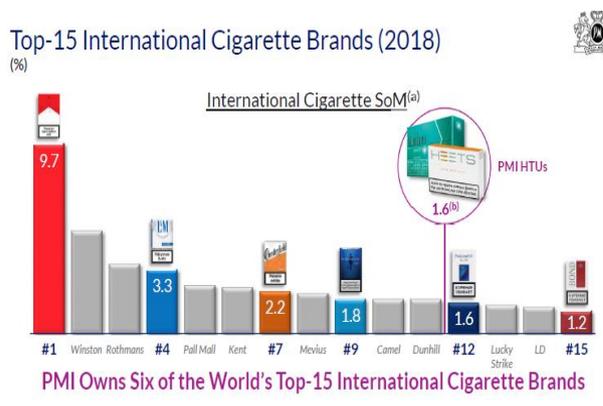
面世仅四年, IQOS 跻身全球前十大烟草品牌。根据 PMI 统计数据, 截止 2019 年 Q4, IQOS 在已推广国家和地区的平均市占率为 5.5%, 为第三大卷烟品牌, 较上一季度排名上升一位; 而在 2018 年底, IQOS 在全球 (除美国和中国外) 的平均市占率仅为 1.6%, 近一年来上升趋势明显。

图 26: IQOS 品牌市占率 (2019Q4)



资料来源: PMI 年报, 天风证券研究所

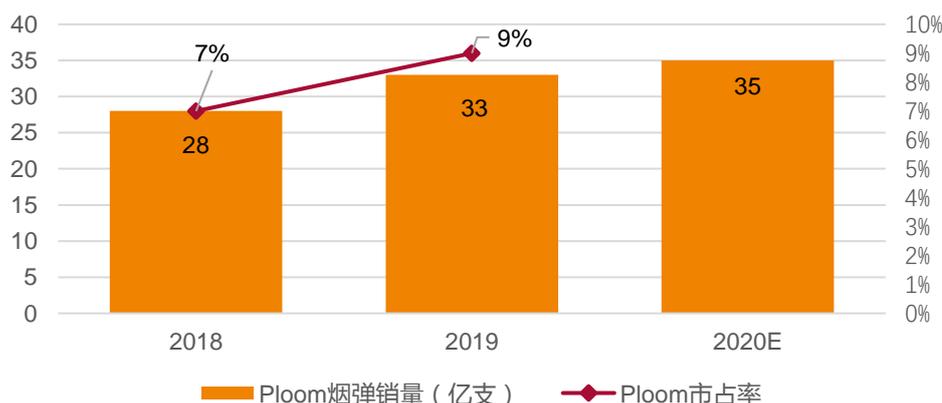
图 27: IQOS 品牌市占率 (2018 年)



资料来源: PMI 公告, 天风证券研究所

Ploom 销量达 33 亿支, 为日本烟草贡献约 11% 国内收入。2 月 6 日, 日本烟草发布 2019 年年报, 公司公告 2019 年加热不燃烧制品 Ploom 烟弹销售量为 33 亿支, 约合 6.6 万大箱, 同比增 17.86%, 在日本新型烟草市场中的市占率约 9% (日本新型烟草品类占日本烟草总市场的比例约 23%); 公司减害产品板块贡献营收约 609 亿日元 (约合 5.55 亿美元), 同比降 5.73%, 主要因烟弹价格组合变化及 Ploom Tech 设备收入减少所致, 减害产品板块营收占国内烟草总收入约 11%, 较上年略降 0.4pct。同时公司预计 2020 年 Ploom 烟弹销量将超 35 亿支, 同时将继续推出新加热设备。

图 28: Ploom 烟弹销量及市占率 (在日本减害产品品类中的占比) (亿支, %)



资料来源：日本烟草年报，天风证券研究所

综合上述两大烟草公司的最新发展情况来看，在传统卷烟发展逐步滞缓的今天，以高科技、消费升级为媒介所诞生的新型烟草正如火如荼的抢占传统卷烟市场份额，快速上升的销售规模也反应了全球消费者对于新型烟草这一新品类的认知度和接受度逐步上升。

4.2. 国内研发持续推进，产品走向国门

正如前文所述，由技术迭代、消费升级所带来的新型烟草消费机遇确实存在，国际烟草巨头已经开始将研发重点倾斜于新型烟草领域，市场规模快速上升。而我国目前的加热不燃烧制品产品种类相对较少，且国内市场还未开放，但发展势头强劲，目前各大中烟公司加速布局技术研发工作，产品只供海外出口。

我国 HNB 产品研发仍在持续推进，新品不断推出并走向国门。 1) **四川中烟**于 2017 年底、推出“宽窄·功夫”新型烟草品牌，是我国行业内第一家实现规模生产并出口加热不燃烧卷烟的企业，该产品由中国香精香料旗下的吉瑞惠州代工，目前产品已在韩国上市。2019 年 8 月，公司在中国（深圳）国际电子烟展览会上展出来人工智能概念的 KUNG FU PLUS 加热器，从多维感官入手进一步提升了抽吸体验；2) **云南中烟**历时五年，打造了我国第二个走向国门的加热不燃烧卷烟品牌“MC”。通过与其下属企业的子公司华玉科技进行新型烟草的研产销，公司推出了多款 HNB 产品。在 2018 年 4 月 IECIE 深圳电子烟展上，该品牌产品获得了来自日本、韩国、俄罗斯、马来西亚、乌克兰、北美、尼日利亚等 10 个国家和地区的意向客户 40 余家，为其新型烟草产品大批量上市奠定了基础。2019，华玉科技在该展会上又代表云南中烟展示了包括“MC”、“红塔山（HTS）”在内的一系列 HNB 产品；3) **广东中烟**是行业内第三家推出加热不燃烧烟草制品的企业，其 HNB 产品 MU+、ING 是公司历时五年研发，于 2018 年 7 月成功在老挝上市的首套产品；4) **湖北中烟**旗下新型烟草平台小耦科技于 2018 年推出 MOK 加热不燃烧烟草，产品后在国内武汉 MOK 官方旗舰店和韩国发售。

图 29：四川中烟 KUNG FU PLUS 加热器



资料来源：蒸汽联网站，励展华博国际电子烟展，天风证券研究所

图 30：湖北中烟-MOK 烟具及 COO 烟弹产品示意图



资料来源：小耦科技官网，天风证券研究所

独有“中式烤烟”风味调制技术，为满足国内外消费者特有偏好打下良好基础。根据《中式卷烟内涵初探》（昆明卷烟厂副厂长 武怡），“中式卷烟是指能够满足中国卷烟消费者乃至国外消费者当前和潜在消费需求，具有中国特有的香气、口味特征、吸食习惯和产品风格，拥有自主知识产权和核心技术的卷烟。”中式卷烟主要包括中式烤烟型卷烟和中式混合型卷烟，其中前者占主体地位。此种区别于英美卷烟的吸食风味与口味的关键来源于我国烟叶原料独特的香气特征，以及后续加料加香的调配技术和应用理念。我国消费者偏爱烤烟型卷烟，且消费者多年形成的吸食习惯不会轻易改变，根据《从卷烟发展史看“中式卷烟”》（中国工程院院士 朱尊权），我国曾提出要发展混合型卷烟，然而经历了 20 年努

力仍进度不大，其中原因既有烟叶质量和生产技术不匹配导致成品质量不高，亦有消费者习惯改变较难，不太容易接受混合型卷烟。我们认为，**中式烤烟风味的加热不燃烧烟草将较其它风味更受原有消费者欢迎**，而我国在此类风味的调制上无论调制技术、配方还是所用烟叶原料的资源均将较目前市面上可购买的国外品牌更具本土优势。

5. 盈利预测与估值

我们认为，**受益于海外传统烟草市场及新型烟草市场蓬勃需求，公司潜在成长空间可观**。在我国烟草专卖制度背景下，**公司所从事的业务、经营的平台在上市公司标的中较为稀缺**。同时按照公司的规划来看，**短期内**公司希望进一步拓展境外销售渠道及市场，例如将积极拓展新型烟草制品市场，同时继续加强传统卷烟的出口业务，提升盈利能力及服务价值；**中长期**来看，公司或将扩大独家经营业务范围，成为全球性烟草原料供应商，将适时考虑收购烟叶类产品供应商、卷烟品牌、新型烟草制品品牌和销售渠道等来提高市占率及产品渗透率，进而增加市场份额及全球竞争力。此外，从**新型烟草**的方面来看，各省中烟工业公司为目前的新型烟草研发主力，中烟香港有望成为新型烟草相关的海外开拓及品牌技术引进平台。

我们认为对公司估值的主要应考虑两点：1、公司的经营模式 2、公司的未来发展方向。

从经营模式来看：公司 1、牌照运营、壁垒稳固，2、主要流动负债为应付账款，财务成本低，议价能力强，与贸易公司存在较大差别，我们认为不应参照贸易公司给予估值。

- 目前 A 股上市公司中，具有牌照壁垒优势的上市公司其估值水平略高于行业均值，以牌照经营(免税店业务)为盈利核心的中国国旅为例，其截至 2020 年 2 月 13 日收盘，市盈率 (TTM) 在 33 倍左右，高于其所属行业平均的 23 倍估值水平；
- 在 H 股上市公司中，因不存在与公司业务相类似的烟草类企业，我们选取在食品饮料板块具有行业领先地位、议价能力较强的消费品上市公司来看，根据 Wind 一致预期，选取标的的平均 PE (2021E) 水平为 26 倍。我们认为中烟香港受益于国家烟草的垄断性地位，业绩可持续性较好，议价能力强，应给予其高于上述食品饮料消费企业平均的估值水平。

表 2：部分食品饮料消费龙头估值水平

| 代码 | 证券简称 | PE(20E) | PE(21E) |
|---------|-------|---------|---------|
| 0322.HK | 康师傅控股 | 28.7 | 26.2 |
| 0151.HK | 中国旺旺 | 19.2 | 18.6 |
| 0291.HK | 华润啤酒 | 44.0 | 32.1 |
| 2319.HK | 蒙牛乳业 | 25.5 | 21.6 |
| 6808.HK | 高鑫零售 | 31.5 | 28.8 |
| 1876.HK | 百威亚太 | 35.9 | 30.3 |

资料来源：Wind，天风证券研究所

此外，从未来发展方向来看，**公司积极拓展海外市场与新型烟草产品**，受益于海外市场潜在可观空间及新型烟草确定性发展机遇，我们预计公司 20/21/22 年营收为 108.2/125.5/139.1 亿港元，净利润为 4.34/5.36/6.30 亿港元，**考虑到公司是中烟体系唯一的国际业务平台，我们给予公司 2021 年 35 倍市盈率，对应市值 188 亿港元，给予“买入”评级。**

核心假设包括：公司烟叶进出口业务受益于国内外稳定烟草需求而稳健增长，卷烟出口业务受益于海外渠道拓展及境外购物需求上升而快速上升，盈利水平因国家专卖局制定的定价制度和壁垒优势保持稳定。

图 31：公司各业务收入拆分（万港元）

| 列1 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|------------------|
| 烟叶类产品进口业务 | | | | | | | |
| 收入 | 406,361 | 548,751 | 433,842 | 463,089 | 514,028 | 560,291 | 588,305 |
| 成本 | 389,041 | 521,889 | 411,772 | 437,117 | 484,215 | 527,794 | 553,007 |
| 毛利 | 17,320 | 26,862 | 22,071 | 25,971 | 29,814 | 32,497 | 35,298 |
| 毛利率 | 4.26% | 4.9% | 5.09% | 5.61% | 5.8% | 5.8% | 6.0% |
| 卷烟出口业务 | | | | | | | |
| 收入 | 63,008 | 42,422 | 149,787 | 216,136 | 270,170 | 318,801 | 363,433 |
| 成本 | 37,883 | 26,606 | 138,455 | 205,705 | 253,636 | 296,230 | 335,485 |
| 毛利 | 25,125 | 15,816 | 11,332 | 10,432 | 16,534 | 22,571 | 27,948 |
| 毛利率 | 39.88% | 37.28% | 7.57% | 4.83% | 6.1% | 7.1% | 7.7% |
| 烟叶类产品出口业务 | | | | | | | |
| 收入 | 161,664 | 189,521 | 117,560 | 215,419 | 292,970 | 366,212 | 421,144 |
| 成本 | 155,228 | 182,759 | 114,077 | 210,023 | 282,716 | 352,663 | 404,720 |
| 毛利 | 6,437 | 6,762 | 3,872 | 5,396 | 10,254 | 13,550 | 16,425 |
| 毛利率 | 3.98% | 3.57% | 3.28% | 2.50% | 3.5% | 3.70% | 3.90% |
| 新型烟草制品出口业务 | | | | | | | |
| 收入 | | | 1,689 | 2,682 | 4,828 | 10,138 | 18,248 |
| 成本 | | | 1,672 | 2,597 | 4,659 | 9,783 | 17,573 |
| 毛利 | | | 17 | 85 | 169 | 355 | 675 |
| 毛利率 | | | 1.02% | 3.16% | 3.50% | 3.50% | 3.70% |
| 总收入 | 631,033 | 780,694 | 703,267 | 897,695 | 1,081,996 | 1,255,442 | 1,391,131 |
| 总成本 | 582,152 | 731,254 | 666,365 | 855,811 | 1,025,225 | 1,186,470 | 1,310,785 |
| 总毛利 | 48,882 | 49,440 | 37,291 | 41,884 | 56,771 | 68,973 | 80,346 |
| 毛利率 (%) | 7.75% | 6.33% | 5.30% | 4.67% | 5.25% | 5.49% | 5.78% |

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、政策变动风险：公司高度依赖于国家烟草专卖制度及 60 号文框架协议规定，因此国家烟草专卖制度发生任何重大变化或者被废除将会对公司业务经营造成重大不利影响，或者 60 号文或其他监管规则发生重大修改时，公司可能丧失相关业务的独家经营地位。
- 2、销售不及预期：公司业绩可能因全球控烟行动及消费者对健康问题的日益关注而受到负面影响，或因贸易限制或季节性波动，公司业绩可能受到负面影响。
- 3、新型烟草发展不及预期：虽然近年来新型烟草行业发展迅猛，但仍面临较大不确定性。如果未来针对新型烟草的监管阻碍了新型烟草行业发展，公司相关业绩有可能受到负面影响。
- 4、并购整合风险：公司列示的未来长期计划中表示将考虑收购供应商或品牌，但成功实施与否取决于市场、资金、竞争、政策等多方面因素，若相关策略或规划未能或延迟实施，可能会对公司前景产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风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。天风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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|---------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |