

2024年9月3日

中烟香港 (6055.HK)

公司动态

证券研究报告

食品饮料

## 行业景气上行，业绩量价齐升

中烟香港 (6055.HK) 24年上半年收入 87 亿港元，同比增长 12.4%，净利润 6.8 亿，同比增长 33%。我们预计 24/25/26 年净利润为 9.0/9.7/10.9 亿港元，对应每 EPS 收益为 1.12/1.20/1.34 港元。维持“买入”评级，维持目标价为 20.2 港元，较当前股价有 24% 上涨空间。

### 报告摘要

**受益于烟叶价格上升，烟叶进出口业务收入及利润快速增长。** 24年上半年，烟叶进出口业务收入 68.2 亿港元，同比增长 5.5%，其中销量增长 1.4%，价格提升 4.1%，价格的上升拉动了毛利率的提升。毛利率 10.9%，同比提升 1.4pct。烟叶出口业务收入 9.2 亿港元，同比增长 23%，其中销量增长 8.7%，价格提升 13.1%。毛利率 3.1%，同比提升 0.2pct。烟叶的进出口业务都处于上行周期。

**疫情后客流恢复带动卷烟销量回升。** 24年上半年卷烟出口业务收入 5.5 亿港元，同比增长 128%，其中销量增长 96%，达到 11 亿支，距离疫情前的全年 55 亿支还有较大的差距。价格上升 16.1%，主要是新品投放加大，拉动毛利率更高的自营业务占比提升。上半年毛利率 22.2%，同比提升 6.5pct。

**新型烟草持续开拓。** 24年上半年新型烟草出口收入 0.44 亿港元，同比增长 28.4%，其中销量增长 41.3%，价格下降 9.1%，主要是公司加大了客户营销力度，重点市场订单需求增加。毛利率 4.8%，同比提升 0.9pct。

**巴西烟叶出口继续贡献增长。** 24年上半年巴西业务收入 3.9 亿港元，同比增长 42.7%，其中销量下降 14.5%，主要是市场需求和产品结构的错配，片烟需求紧俏拉动平均销售价格上升 67%，业务毛利率 17.2%，同比下降 9.5pct，毛利下降 8%。

**首次派发中期股息。** 公司中期派发每股 0.15 港元，预期未来每年股息有望保持增长，我们预期今年的股息率将达到 2.6% 左右。

综合来看，我们认为烟叶价格处于上升周期、卷烟出口的恢复性增长都给公司带来了增长动力。未来新型烟草业务的扩张，以及可能的收并购将成为潜在的增长引擎。我们预计 24/25/26 年净利润为 9.0/9.7/10.9 亿港元，对应每 EPS 收益为 1.12/1.20/1.34 港元。维持“买入”评级，维持目标价为 20.2 港元，较当前股价有 24% 上涨空间。

**风险提示：公司特许经营地位发生重大改变；国内烟叶进口需求转弱；气候影响巴西地区烟草种植；烟草价格下跌**

港元百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,064	8,324	11,836	13,097	14,408	15,882
增长率(%)		3.23%	42.19%	10.65%	10.01%	10.23%
净利润	717	464	692	904	973	1,086
增长率(%)		-35.30%	49.16%	30.53%	7.62%	11.69%
毛利率(%)	5.52%	10.14%	9.19%	11.14%	11.24%	11.36%
净利润率(%)	8.90%	5.58%	5.85%	6.90%	6.75%	6.84%
每股收益(港元)	1.02	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
每股净资产(港元)	2.87	3.24	3.90	4.90	5.89	6.98
市盈率	15.8	29.6	18.5	14.3	13.4	12.0
市净率	5.6	5.0	4.1	3.3	2.7	2.3
股息率	1.1%	1.8%	3.3%	2.6%	3.0%	3.3%
净资产收益率(%)	40.17%	21.99%	28.07%	29.71%	26.07%	24.40%

数据来源：iFind, 安信国际证券预测

投资评级：**买入**

目标价格：**20.2 元**

现价 (2024-9-2)：**16.24 港元**

总市值(百万港元)	11,232.88
流通市值(百万港元)	11,232.88
总股本(百万股)	691.68
流通股本(百万股)	691.68
12个月低/高(港元)	8.6/17.9
平均成交(百万港元)	42.79

### 股东结构 (截止 2023-12-31)

中国烟草总公司	72.3%
其他股东	27.7%
总计	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.37	22.06	50.41
绝对收益	10.78	18.20	46.66

数据来源：iFind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@eif.com.hk

## 盈利预测及估值

### 1.1 财务报表预测

图表 1：财务报表预测

港元百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,064</b>	<b>8,324</b>	<b>11,836</b>	<b>13,097</b>	<b>14,408</b>	<b>15,882</b>
YoY		3.2%	42.2%	10.7%	10.0%	10.2%
营业成本	-7,619	-7,480	-10,748	-11,638	-12,788	-14,078
<b>毛利</b>	<b>445</b>	<b>844</b>	<b>1,088</b>	<b>1,459</b>	<b>1,620</b>	<b>1,805</b>
毛利率	5.5%	10.1%	9.2%	11.1%	11.2%	11.4%
管理费用	-139	-187	-153	-169	-231	-254
占收入比例	-1.7%	-2.2%	-1.3%	-1.3%	-1.6%	-1.6%
财务费用	-26	-85	-167	-185	-204	-225
占收入比例	-0.3%	-1.0%	-1.4%	-1.4%	-1.4%	-1.4%
其他收入/支出	493	44	91	101	111	122
占收入比例	6.1%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>除税前溢利</b>	<b>774</b>	<b>616</b>	<b>859</b>	<b>1,205</b>	<b>1,297</b>	<b>1,448</b>
所得税	-56	-151	-167	-301	-324	-362
所得税率	7.3%	24.6%	19.4%	25.0%	25.0%	25.0%
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>717</b>	<b>464</b>	<b>692</b>	<b>904</b>	<b>973</b>	<b>1,086</b>
净利率	8.9%	5.6%	5.8%	6.9%	6.8%	6.8%
少数股东损益	15	89	94	131	144	159
<b>净利润(不含少数股东权益)</b>	<b>703</b>	<b>375</b>	<b>599</b>	<b>773</b>	<b>828</b>	<b>927</b>
<b>每股收益(港元)</b>	<b>1.02</b>	<b>0.54</b>	<b>0.87</b>	<b>1.12</b>	<b>1.20</b>	<b>1.34</b>
<b>市盈率(倍)</b>	<b>16.0</b>	<b>30.0</b>	<b>18.8</b>	<b>14.5</b>	<b>13.6</b>	<b>12.1</b>

数据来源：公司财报，安信国际预测

### 1.2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方法进行估值。

我们选取了港股和美股中烟草相关公司作为可比公司。2025 年预测 PE 的平均值在 14.4x。考虑中烟香港的特许经营地位和行业前景，我们给与 16x PE。2025 年预测 EPS 为 1.2 港元，对应股价测算为 19.2 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 10%，同时，长期给予 2%的增速。合理价格为 21.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 20.2 港元，较最新的收盘价有 24.1%的上涨空间。

图表 2: 可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)					P/E				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
思摩尔国际	6969.HK	563	HKD	28.1	18.2	18.4	21.9	25.8	20.0	31.0	30.6	25.7	21.8
yoy				-57%	-35%	1%	19%	18%					
雾芯科技	RLX.N	21	HKD	16.1	5.9	6.8	7.8	10.3	1.3	3.6	3.1	2.8	2.1
yoy				-35%	-63%	16%	14%	33%					
菲利普莫里斯PM.N		1,917	USD	91.1	90.5	98.0	109.7	118.1	21.0	21.2	19.6	17.5	16.2
yoy				13%	-1%	-14%	12%	8%					
英美烟草	BTI.N	833	USD	91.8	80.3	79.3	81.1	83.9	9.1	10.4	10.5	10.3	9.9
yoy				6%	-2%	N/A	N/A	4%					
日本烟草	2914.T	84,080	JPY	3,384.9	4,427.2	4,924.6	5,294.7	5,660.5	24.8	19.0	17.1	15.9	14.9
yoy				9%	31%	9%	8%	7%					
环球烟草	UVV.N	13	USD	0.9	0.9				13.1	13.3	9.3		
yoy				22%	-1%								
<b>平均估值</b>									<b>14.9</b>	<b>16.4</b>	<b>15.0</b>	<b>14.4</b>	<b>13.0</b>

注: 时间截止2024/9/2, 预测值为Bloomberg一致预测  
资料来源: Bloomberg, 安信国际证券研究

图表 3: 可比估值法下目标价的敏感性分析

		2025年每股收益(港元)				
		0.97	1.08	1.20	1.32	1.45
PE	6.0	5.8	6.5	7.2	7.9	8.7
	11.0	10.7	11.9	13.2	14.5	15.9
	16.0	15.5	17.2	19.2	21.1	23.2
	21.0	20.4	22.6	25.2	27.7	30.4
	26.0	25.2	28.0	31.1	34.3	37.7

资料来源: 安信国际证券研究

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结31/12; HKD 000)	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	8,064	8,324	11,836	13,097	14,408	15,882	17,202	18,634					
增长率%		3.2%	42.2%	10.7%	10.0%	10.2%	8.3%	8.3%					
EBIT	799	701	1,026	1,390	1,500	1,673	1,810	1,959					
增长率%		-12.3%	46.5%	35.4%	7.9%	11.5%	8.2%	8.2%					
EBIT率%	9.9%	8.4%	8.7%	10.6%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%					
有效税率%	7.3%	24.6%	19.4%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%					
EBIT x (1-有效税率)	741	528	827	1,043	1,125	1,255	1,358	1,469					
+ 折旧	45	50	51	-	-	-	-	-					
+ 金融资产公允价值亏损	-	-	-	-	-	-	-	1					
+ 股权激励开支	-	-	-	-	-	-	-	-					
+ 营运资金变动	-326	-911	-238	-91	-252	-283	-255	-277					
- 资本支出	0	-	-16	-	-	-	-	-					
<b>自由现金流, FCF</b>	<b>460</b>	<b>-332</b>	<b>624</b>	<b>951</b>	<b>873</b>	<b>971</b>	<b>1,102</b>	<b>1,193</b>	<b>1,217</b>	<b>1,241</b>	<b>1,266</b>	<b>1,291</b>	<b>1,317</b>
增长率%		-172.3%	-287.8%	52.4%	-8.2%	11.2%	13.5%	8.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子				1.0000	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241
<b>FCF现值</b>				<b>951</b>	<b>794</b>	<b>803</b>	<b>828</b>	<b>815</b>	<b>756</b>	<b>701</b>	<b>650</b>	<b>602</b>	<b>559</b>
FY2024-33 FCF现值总额				7,457									
永续期价值现值				7,122									
<b>企业价值</b>				<b>14,579</b>									
- 净负债				452									
- 少数股东权益				-333									
<b>DCF估值(HKD 000)</b>				<b>14,699</b>									
假设:													
WACC				10%									
短期增长率				2%									
永续增长率				2%									

资料来源: 安信国际证券研究

## 2 风险提示

- 公司特许经营地位发生重大改变
- 国内烟叶进口需求转弱
- 气候影响巴西地区烟草种植
- 烟草价格下跌

## 3 附录：财务报表预测

### 资产负债表

港元百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等值项目	1,785	2,332	2,933	3,367	3,839
应收、预付及其他应收	1,604	908	1,390	1,529	1,685
存货	2,509	2,974	2,969	3,262	3,591
其他流动资产	2	-0	-	-	-
<b>流动资产总额</b>	<b>5,900</b>	<b>6,214</b>	<b>7,291</b>	<b>8,158</b>	<b>9,115</b>
物业、厂房及设备	43	43	41	41	41
使用权资产	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
无形资产	162	131	131	131	131
商誉	213	213	213	213	213
递延税项资产	8	81	81	81	81
其他非流动资产	44	59	59	59	59
<b>非流动资产总额</b>	<b>470</b>	<b>527</b>	<b>524</b>	<b>524</b>	<b>524</b>
<b>总资产</b>	<b>6,371</b>	<b>6,740</b>	<b>7,815</b>	<b>8,682</b>	<b>9,639</b>
贸易应付款项	1,929	1,438	1,823	2,003	2,205
其他应付及合同负债	-	-	-	-	-
短期有息债务	2,095	2,480	2,480	2,480	2,480
应付即期税项	41	67	67	67	67
租赁负债	11	9	9	9	9
其他流动负债	-	3	3	3	3
<b>流动负债总额</b>	<b>4,076</b>	<b>3,998</b>	<b>4,383</b>	<b>4,563</b>	<b>4,765</b>
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	5	1	1	1	1
递延税项负债	49	47	47	47	47
其他	3	-	-	-	-
<b>非流动负债总额</b>	<b>57</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>	<b>47</b>
<b>总负债</b>	<b>4,133</b>	<b>4,045</b>	<b>4,430</b>	<b>4,610</b>	<b>4,812</b>
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
储备	619	1,090	1,651	2,194	2,790
少数股东权益	214	202	333	477	635
<b>总股东权益</b>	<b>2,238</b>	<b>2,695</b>	<b>3,388</b>	<b>4,074</b>	<b>4,829</b>

### 现金流量表

港元百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBIT	701	1,026	1,390	1,500	1,673
营运资本变动	-911	-238	-91	-252	-283
折旧及摊销	-205	-215	-301	-324	-362
其他	14	-55	-	-	-
<b>经营性现金流净额</b>	<b>-401</b>	<b>518</b>	<b>997</b>	<b>924</b>	<b>1,027</b>
资本开支	-	-16	-	-	-
其他	11	-1,683	-	-	-
<b>投资性现金流净额</b>	<b>11</b>	<b>-1,699</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-203	-247	-211	-286	-331
新增债务	764	356	-	-	-
财务费用	-40	-125	-185	-204	-225
其他	-9	-11	-	-	-
<b>筹资性现金流净额</b>	<b>513</b>	<b>-27</b>	<b>-397</b>	<b>-490</b>	<b>-556</b>
现金净变动	123	-1,208	601	434	471
现金期初余额	1,659	1,785	2,332	2,933	3,367
<b>现金期末余额</b>	<b>1,782</b>	<b>577</b>	<b>2,933</b>	<b>3,367</b>	<b>3,839</b>

数据来源：公司财报，安信国际预测

### 利润表

港元百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,324</b>	<b>11,836</b>	<b>13,097</b>	<b>14,408</b>	<b>15,882</b>
营业成本	-7,480	-10,748	-11,638	-12,788	-14,078
<b>毛利</b>	<b>844</b>	<b>1,088</b>	<b>1,459</b>	<b>1,620</b>	<b>1,805</b>
管理费用	-187	-153	-169	-231	-254
财务费用	-85	-167	-185	-204	-225
其他收入/支出	44	91	101	111	122
<b>除税前利润</b>	<b>616</b>	<b>859</b>	<b>1,205</b>	<b>1,297</b>	<b>1,448</b>
所得税	-151	-167	-301	-324	-362
<b>净利润</b>	<b>464</b>	<b>692</b>	<b>904</b>	<b>973</b>	<b>1,086</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>375</b>	<b>599</b>	<b>773</b>	<b>828</b>	<b>927</b>
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
EBIT	701	1,026	1,390	1,500	1,673

### 主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>同比增长率:</b>					
营业收入增长率 (%)		42.2%	10.7%	10.0%	10.2%
除税前利润增长率 (%)		39.5%	40.3%	7.6%	11.7%
净利润增长率 (%)		49.2%	30.5%	7.6%	11.7%
<b>盈利能力:</b>					
毛利率 (%)	10.1%	9.2%	11.1%	11.2%	11.4%
净利率 (%)	5.6%	5.8%	6.9%	6.8%	6.8%
ROE (%)	22.0%	28.1%	29.7%	26.1%	24.4%
<b>偿债能力:</b>					
资产负债率 (%)	64.9%	60.0%	56.7%	53.1%	49.9%
流动比率 (x)	1.45	1.55	1.66	1.79	1.91
利息覆盖倍数 (x)	8.24	6.13	7.51	7.36	7.45
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	93	93	93	93	93
应收账款周转天数	64	39	39	39	39
应付账款周转天数	79	57	57	57	57
<b>每股资料</b>					
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.12	1.20	1.34
每股净资产(港元)	3.24	3.90	4.90	5.89	6.98
每股经营现金流(港元)	-0.58	0.75	1.44	1.34	1.49
<b>估值比率</b>					
PE	29.96	18.76	14.54	13.56	12.11
PB	5.02	4.17	3.32	2.76	2.33

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010