



中烟香港 (06055.HK)

买入 (首次评级)

港股公司深度研究
证券研究报告

中烟启航出海，把握“稀缺&确定” “成长机遇”

投资逻辑

公司由中烟总公司控股，定位于中烟体系资本市场运作及国际业务拓展平台，全面助力中烟国际化发展。23 年营收/归母净利分别达 118.4/6.0 亿港元，19-23 年 CAGR 分别为 7.2%/17.0%。24H1 公司营收/归母净利分别+12.4%/+40.8%，ROE 多年维持在 20%以上。特许经营权奠定公司业绩基本盘，稀缺性+确定性属性凸显。

烟叶进出口业务：进口量价齐升仍可期，出口区域开拓供增量。公司负责独家经营烟叶进口(受制裁国家及地区除外)及向部分地区出口烟叶类产品。该业务为公司的核心业务，24H1 烟叶进口/出口营收分别同比+5.5%/23.0%至 68.0/9.2 亿港元，占比分别达 78.2%/10.5%。进口方面，根据欧睿预计，24-28 年中国卷烟零售量 CAGR 为 0.3%，而考虑国内雪茄需求正提升，高端烟叶进口有望显著增多。整体来看，烟叶进口业务仍有望迎来小幅量价齐升。出口方面，22 年起中国烟叶播种面积已止跌企稳，供给压力缓解，需求侧来看，欧洲地区扩张有望进一步带动烟叶出口业务成长。

卷烟出口业务：销量提升具备双重驱动，盈利弹性可期。公司负责向全球部分市场销售中烟旗下卷烟。由于出入境人流恢复，公司 23 年该业务营收同比+875.8%至 12.1 亿港元，占比达 10.2%，24H1 该业务营收同比+128.0%。展望后续，依托出入境客流进一步恢复(24 年全国出入境人次恢复至 19 年的 91%)叠加公司区域、渠道覆盖范围(如有税市场)扩大，公司卷烟出口销量提升可期。盈利能力方面，优化品规组合、提升直营/自营占比趋势已现。盈利提升具备确定性，弹性空间可期。

新型烟草业务：HNB 产品正处发展红利期，产品力提升+区域扩张助力加速发展。该业务 23 年营收占比为 1.1%，19-23 年营收 CAGR 达 48%，24H1 营收同比+28%。根据欧睿统计，23 年 HNB 全球规模达 341 亿美元，且预计 23-27 年 CAGR 仍将达 13.5%，行业正处发展红利期。目前中烟 HNB 品牌的市场份额仍较低，后续依托产品力提升(如自然烟气技术)及区域持续扩张，份额有望加速提升。**资本运作平台定位，外延并购值得期待。**公司定位为中烟体系资本运作平台，此前收购中烟巴西为后续并购扩张提供良好范本，2023 年/2024H1 巴西业务营收增长 41%/43%。作为中烟体系的重要对外扩张平台，助力中烟国际化发展，公司成长空间值得期待。

盈利预测、估值和评级

预计 24-26 年公司 EPS 为 1.15/1.40/1.66 港元，当前股价对应 PE 为 18X/15X/12X。考虑公司业绩确定性相对较高，给予公司 25 年合理 PE23X，目标价 32.20 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

汇率波动风险，自然灾害风险，渠道及新品扩张不及预期。

国金证券研究所

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓 (执业 S1130522090001)

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价 (港币)：22.250 元

目标价 (港币)：32.20 元



公司基本情况 (港币)

项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,324	11,836	13,381	15,032	16,738
营业收入增长率	3.23%	42.19%	13.05%	12.34%	11.35%
归母净利润(百万元)	375	599	797	966	1,149
归母净利润增长率	-46.66%	59.71%	33.04%	21.27%	18.90%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.87	1.15	1.40	1.66
每股经营性现金流净额	-0.58	0.75	0.86	1.69	1.68
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.53%	24.01%	24.08%	22.51%	21.04%
P/E	19.86	10.54	17.78	14.67	12.34
P/B	3.68	2.53	4.28	3.30	2.60

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、中烟香港：中烟体系“稀缺”出海业务平台，兼具确定性与稀缺性.....	5
1.1 中烟总公司控股，特许经营权稳定业绩基本盘.....	5
1.2 烟叶进出口基本盘稳固，卷烟出口显现亮点.....	7
1.3 优异商业模式推动高 ROE 持续性可期.....	8
二、烟叶进出口：进口量价齐升仍可期，出口区域开拓供增量.....	8
2.1 烟叶进口：雪茄需求提升有望带动烟叶进口量价齐升.....	9
2.2 烟叶出口：供给压力趋缓，欧洲市场开拓有望打开需求增量空间.....	11
2.3 收购中烟巴西，稳步推进烟叶全球产业链布局.....	12
三、卷烟业务：销量提升具备双重驱动，盈利提升持续性可期.....	13
3.1 两大驱动力助推卷烟出口销量进一步提升.....	14
3.2 优化品规组合+提升直营/自营占比，毛利率持续提升可期.....	16
四、新型烟草：行业仍处红利期，产品力提升+区域扩张助力加速发展.....	17
五、资本运作平台定位，外延拓展值得期待.....	20
六、盈利预测与投资建议.....	21
七、风险提示.....	23

图表目录

图表 1：中烟香港营业总收入及同比.....	5
图表 2：中烟香港归母净利润及同比.....	5
图表 3：公司股权架构图.....	5
图表 4：公司高管情况梳理.....	6
图表 5：中国烟草产业链示意图.....	6
图表 6：公司分业务营收占比变动.....	7
图表 7：公司分业务毛利率变动.....	7
图表 8：公司各业务板块介绍.....	7
图表 9：公司国内外营收拆分.....	8
图表 10：公司主要地区营收拆分.....	8
图表 11：公司 ROE 基本维持在 20%以上.....	8
图表 12：公司净利率和资产负债率.....	8
图表 13：公司烟叶进口和出口业务营收变动.....	9
图表 14：公司烟叶进口和出口业务营收占比变动.....	9
图表 15：中烟香港烟叶进口业务模式.....	9
图表 16：烟叶进口业务销量变动.....	10



图表 17:	烟叶进口业务毛利率变动	10
图表 18:	中国卷烟需求预测	10
图表 19:	中国雪茄需求预测	10
图表 20:	中国人均可支配收入及预测	11
图表 21:	中国不同价格区间卷烟销量占比及预测	11
图表 22:	中烟香港烟叶出口业务模式图	11
图表 23:	公司烟叶出口销量变动	11
图表 24:	公司烟叶出口业务毛利率变动	11
图表 25:	中国历年烟叶播种面积	12
图表 26:	中国历年烟叶总产量	12
图表 27:	东南亚地区烟草类制品消费及预测	12
图表 28:	公司巴西业务收入及变动情况	13
图表 29:	公司巴西经营业务营收占比	13
图表 30:	公司巴西业务销量变动	13
图表 31:	公司巴西业务保持较高毛利率	13
图表 32:	公司卷烟出口业务营收变动	14
图表 33:	公司卷烟业务营收占比	14
图表 34:	中烟香港卷烟出口业务模式图	14
图表 35:	中国过境免签政策梳理	15
图表 36:	2024H1 中烟香港卷烟出口销量同比大增 96%	16
图表 37:	2024 年全国出入境人次同比增长 44%	16
图表 38:	近年来卷烟出口业务毛利率提升明显	16
图表 39:	中烟香港年度前五大品规	17
图表 40:	公司新型烟草营收及变动	17
图表 41:	公司新型烟草营收占比	17
图表 42:	公司新型烟草出口历年销量	17
图表 43:	公司新型烟草出口历年单价及毛利率	17
图表 44:	中烟香港新型烟草出口业务模式图	18
图表 45:	2027 年全球 HNB 市场规模有望达 566 亿美元	18
图表 46:	全球主要 HNB 消费市场规模增长较快	18
图表 47:	IQOS 消费者来源及替代率	19
图表 48:	菲莫国际在日本 HNB 市场中占据份额较大	19
图表 49:	公司新型烟草市场覆盖数不断增加	19
图表 50:	公司新型烟草经销商数量不断增加	19
图表 51:	中烟香港携超 100 个品规的加热烟草产品参加国际烟草展会	20



图表 52: 中国烟草行业组织结构	21
图表 53: 中烟香港收入拆分	22
图表 54: 可比公司估值	23



一、中烟香港：中烟体系“稀缺”出海业务平台，兼具确定性与稀缺性

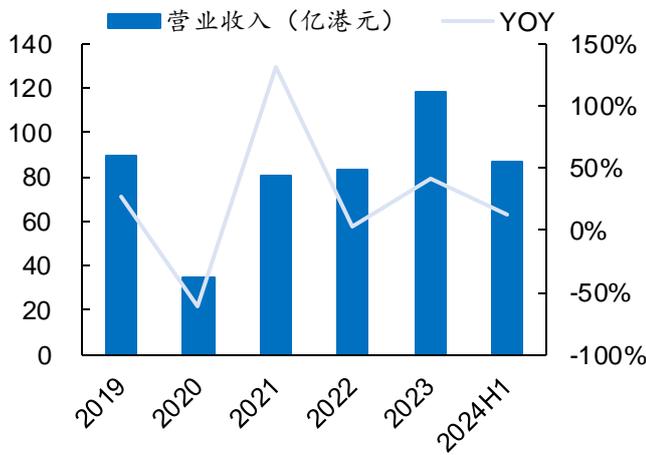
1.1 中烟总公司控股，特许经营权稳定业绩基本盘

中烟香港自 2004 年成立，由中烟总公司控股，经过近 20 年的发展，公司目前业务已涵盖经营烟叶进口至国内、烟叶出口至东南亚、中国港澳台及欧洲地区、卷烟产品出口至境内关外、中国港澳、新加坡和泰国的免税市场及有税市场以及新型烟草出口至东南亚、中东及欧洲等地。

外部扰动因素消除，业绩显著修复。2019-2023 年，公司营收分别为 89.8/34.8/80.6/83.2/118.4 亿港元，归母净利润分别为 3.2/1.0/7.0/3.7/6.0 亿港元，2019-2023 年 CAGR 分别为 7.16%和 17.02%。公司此前业绩波动主因公共卫生事件影响进出口业务，2023 年起已显现较优恢复态势，2024H1 收入/归母净利润分别同比+12.4%/+40.8%。

图表1：中烟香港营业总收入及同比

图表2：中烟香港归母净利润及同比

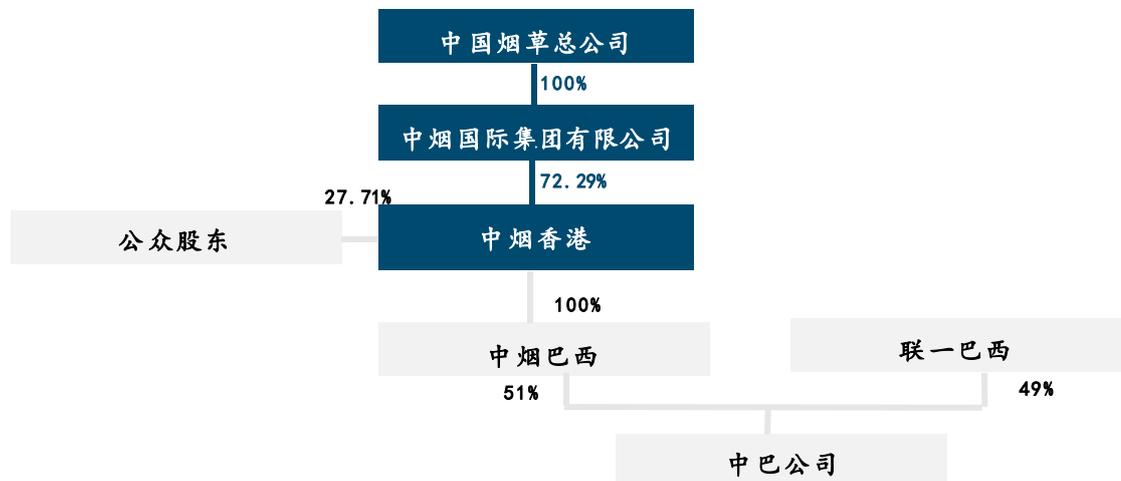


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

股权结构强化经营优势，管理层稳定有助于战略持续推进。从公司股权结构来看，中国烟草总公司通过中烟国际集团间接持有公司约 72.29%的股份，中烟总公司控股一定程度上强化了公司相关业务特许经营权的确定性。公司高管多数具有深厚的专业背景和烟草体系长期任职经历，整体管理层架构稳定，为公司更好推进资本运作平台建设及创新业务发展战略奠定坚实基础。

图表3：公司股权架构图



来源：公司公告，国金证券研究所



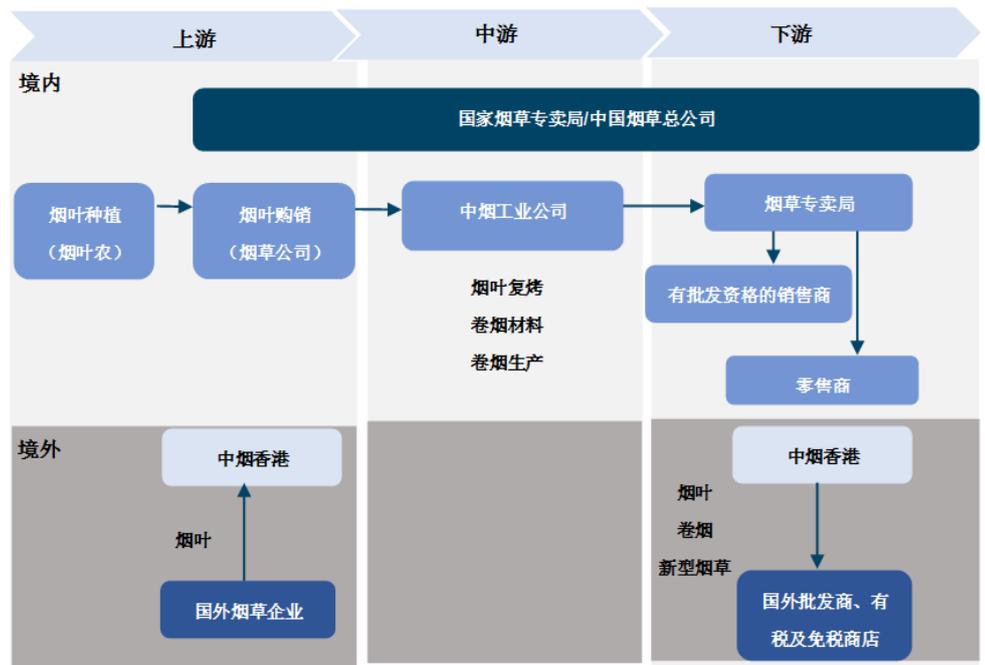
图表4: 公司高管情况梳理

姓名	职务	出生年份	简介
邵岩	主席、非执行董事	1965	于2016年8月加入本公司,自2018年6月起担任董事会主席兼非执行董事,于中国烟草总公司旗下成员公司的其他职位:中烟国际集团董事长、总经理,中烟国际执行董事、总经理。主要前任职务:云南省烟草专卖局副总经理(2019-2015)、天泽烟草有限责任公司总经理(2007-2010)等。
代佳辉	执行董事、总经理	1974	于2023年7月加入本公司,自2023年7月起担任本公司执行董事、总经理,高级会计师、经济学学士。
王成瑞	执行董事、公司秘书	1981	于2018年4月加入本公司,自2018年12月起担任执行董事,自2019年6月起担任本公司公司秘书。主要前任职务:中烟国际集团战略发展部副经理(2017-2018)等。
徐增云	执行董事、副总经理	1984	于2022年9月加入本公司,自2022年9月起担任本公司执行董事及副总经理。
茅紫璐	执行董事、副总经理	1986	于2022年4月加入本公司,自2023年4月起担任副总经理。

来源:公司官网,国金证券研究所

公司享有中烟总公司赋予的**特许经营权,兼具稀缺性和确定性**。受益于中国烟草行业的“统一领导、垂直管理、专卖专营”的管理体制,公司独家经营范围包含烟叶进口、烟叶出口、卷烟出口和新型烟草出口。公司不仅在东南亚和中国港澳台地区独家销售中国内地及境外实体生产的烟叶类产品,还独家将全球主要产区的烟叶引入中国内地市场。此外,公司对新加坡、泰国、中国香港、中国澳门及中国境内关外免税店的卷烟产品销售亦享有独家权,并且拥有新型烟草制品的全球销售权(中国内地除外)。整体来看,公司享有特许经营权,相关业务发展可较好奠定公司业绩稳定基础,公司兼具市场稀缺性和发展确定性。

图表5: 中国烟草产业链示意图



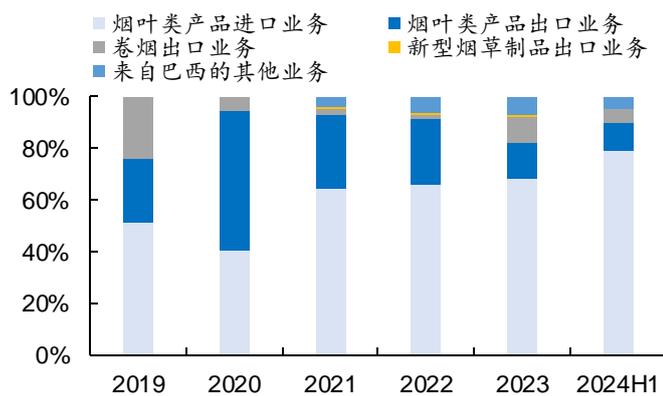
来源:中国烟草官网,行行查,公司年报,国金证券研究所



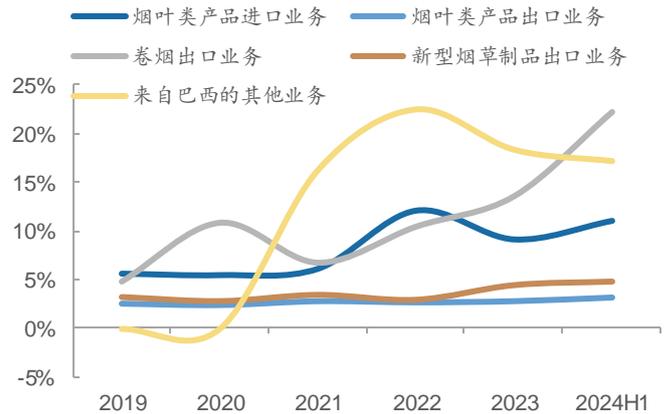
1.2 烟叶进出口基本盘稳固，卷烟出口显现亮点

以烟叶类进出口为主营业务，卷烟出口业务亮点显现。分业务来看，烟叶进出口业务是公司的支柱业务，其中烟叶进口业务营收占比最高，2024H1 年达到 78.15%。2023 年以来，卷烟出口业务收入恢复较优，2024H1 收入占比达 10.21%。2024H1 年巴西市场的经营业务收入占比为 4.52%，业务涵盖了烟草种植、加工和销售等环节。此外，2023 年新型烟草出口业务收入占比为 1.10%，虽然其目前占比较低，但随着全球对新型烟草产品需求的上升，未来有望成为公司的新增长点。整体来看公司不仅在传统烟草业务上保持强劲势头，还积极培育发展新品类、新市场，未来持续增长可期。从毛利率来看，近年来公司烟叶进出口、新型烟草业务毛利率相对平稳，而卷烟出口业务毛利率显著提升，预计主因产品结构变化和直营/自营渠道占比提升。

图表6: 公司分业务营收占比变动



图表7: 公司分业务毛利率变动



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表8: 公司各业务板块介绍

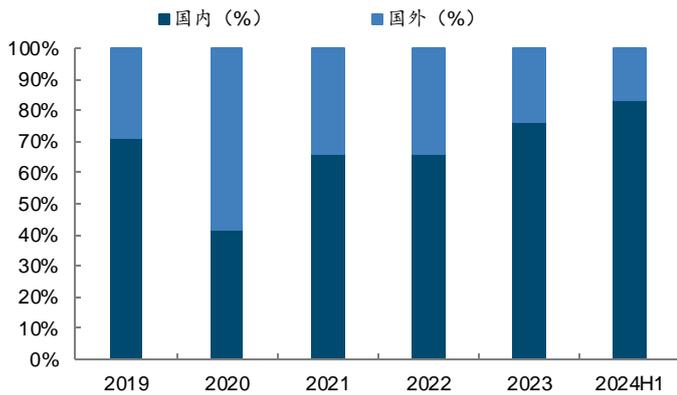
业务名称	业务模式	主要目标市场	主要供应来源地
烟叶类产品出口	独家销售中国内地和中国烟草境外实体生产的烟叶类产品	中国港澳台地区、东南亚和欧洲地区	中国
烟叶类产品进口	独家销售全球主要产区烟叶类产品至中国内地市场	中国内地	巴西、赞比亚、阿根廷、美国等地
新型烟草制品出口	从中国烟草旗下的卷烟生产企业采购新型烟草制品，并独家销售至全球市场，主要为加热不燃烧制品	东南亚、中东、欧洲、中亚地区	云南、湖北、四川、江苏等区
卷烟出口	从中国烟草旗下的卷烟生产企业采购卷烟产品，并销售至全球市场以及中国内地境内关外免税店	中国内地、中国香港、中国澳门、新加坡和泰国的免税市场	上海、云南、湖南、湖北等
巴西经营业务	在巴西核心产区开展烟叶生产、收购、加工、销售及出口业务	中国以外地区	巴西

来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

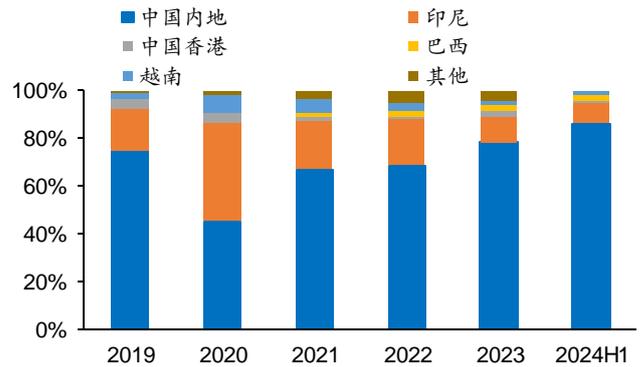
分地区来看，2023 年公司在国内营收占比大幅提高至 76.2%，主要因为烟叶进口业务营收增大。海外市场方面，印尼、中国香港和巴西地区是公司的主要收入来源，由于 2023 年烟叶出口业务受限，印尼营收贡献大幅降低，但仍是公司第二大收入来源，2023 年占比约 10.7%。



图表9：公司国内外营收拆分



图表10：公司主要地区营收拆分



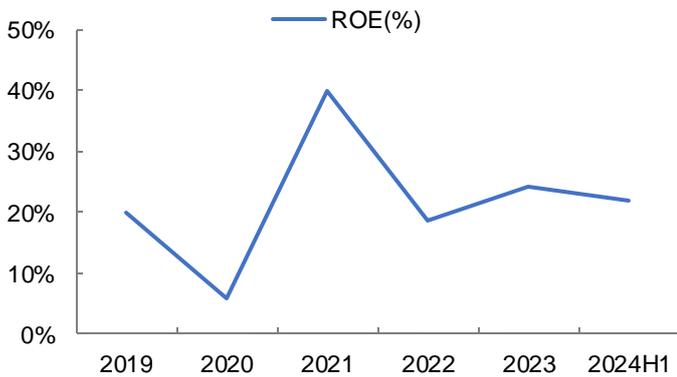
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

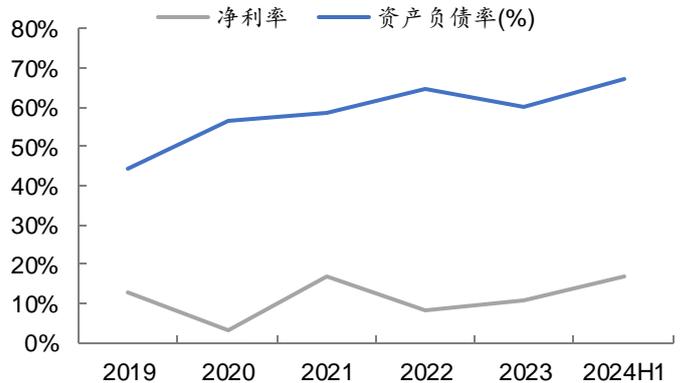
1.3 优异商业模式推动高 ROE 持续性可期

公司 ROE 多年基本维持在 20% 以上，商业模式奠定高 ROE 基础与持续性。公司多数年份 ROE 水平均超 20%，主要由于一方面公司的特许经营业务奠定了核心业务盈利能力相对稳定，并且在渠道和产品结构优化的大趋势背景下，公司整体盈利能力仍有提升空间；另一方面，公司的业务模式决定了公司以轻资产运营为主，资产周转较优。

图表11：公司 ROE 基本维持在 20% 以上



图表12：公司净利率和资产负债率



来源：iFind，国金证券研究所

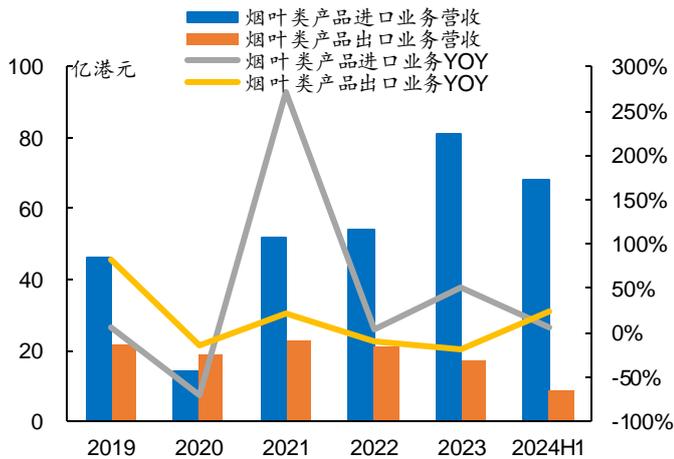
来源：iFind，国金证券研究所

二、烟叶进出口：进口量价齐升仍可期，出口区域开拓供增量

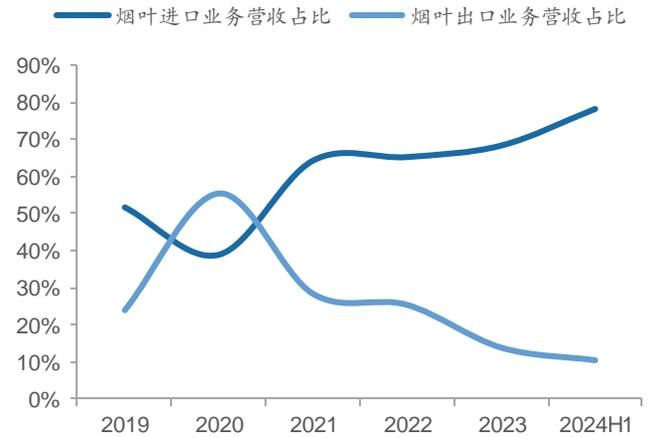
烟叶进出口业务布局全球，营收占比常年保持在 80% 以上。烟叶进出口业务是公司的核心业务，2023 年烟叶进出口业务合计营收占比为 82%。进口方面，公司负责除受制裁国家及地区以外的所有地区的烟叶进口业务，近年来随着公共卫生事件的影响消退，公司烟叶进口业务收入逐步提升，2024H1 营收达 68.02 亿港元，同比增长 5.49%，占公司总营收的比重提升至 78.15%。出口方面，公司主要负责中国港澳台地区、东南亚市场以及部分欧洲市场的烟叶出口，近年来受海外需求的波动，2024H1 烟叶出口业务收入占比下降至 10.54%。



图表13: 公司烟叶进口和出口业务营收变动



图表14: 公司烟叶进口和出口业务营收占比变动



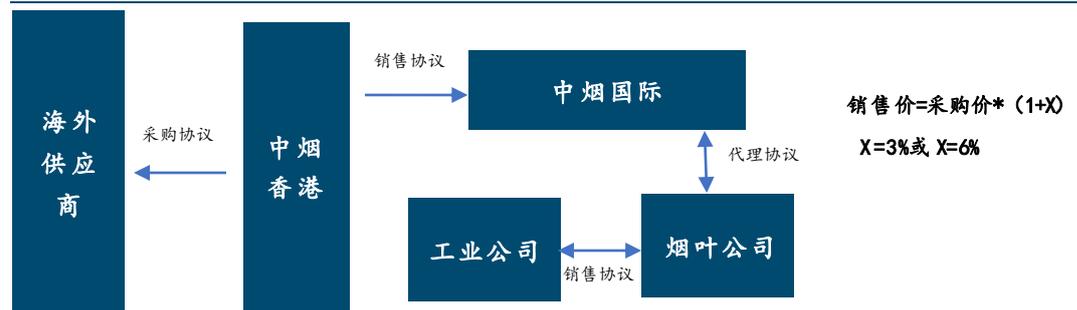
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.1 烟叶进口: 雪茄需求提升有望带动烟叶进口量价齐升

烟叶进口业务模式: 公司从海外供应商处采购烟叶, 销售至唯一烟叶进口客户中烟国际, 后续中烟国际再运至烟叶公司及工业公司。根据招股书披露, 出售价格为公司向供应商采购价格加价 6%, 只有小部分特定卷烟品牌生产烟叶类产品使用 3% 加价比例。

图表15: 中烟香港烟叶进口业务模式

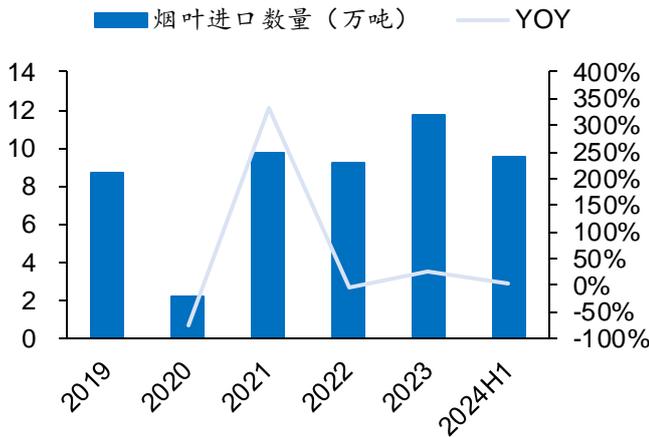


来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

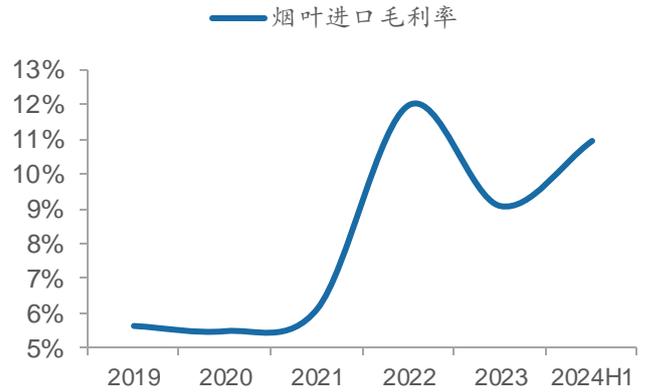
2023 年以来烟叶进口量稳中有升, 毛利率边际有所提升。2023 年公司烟叶进口量同比增长 27.47%, 快速增长主因此前受公共卫生事件影响的延迟装运的烟叶于该年度到港。2024H1 进口量同比增长 1.38%, 收入同比增长 5.49%, 毛利率达 10.95% (23 年为 9.07%), 主因: 1) 部分毛利率较高的巴西烟叶类产品占比较去年同期提升。2) 进口产品的整体销售单价较去年同期提高。



图表16: 烟叶进口业务销量变动



图表17: 烟叶进口业务毛利率变动



来源: 公司年报, 国金证券研究所

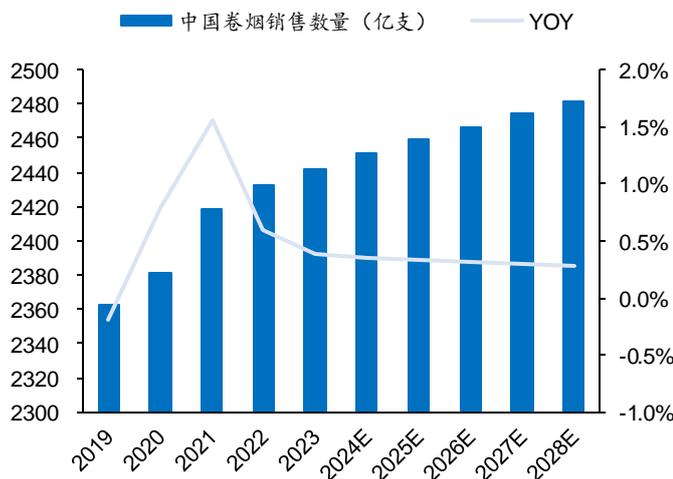
来源: 公司年报, 国金证券研究所

2.1.1 国内卷烟市场需求相对平稳, 雪茄需求提升有望提振进口烟叶需求

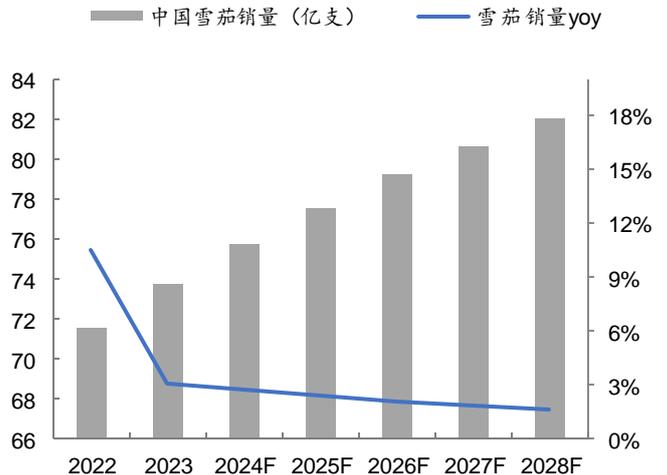
卷烟市场总量保持稳定, 中高端需求增加、区域品牌的全国扩展, 将是业绩增长的主要驱动力。中国卷烟由国家烟草专卖局严格监管, 近年来卷烟产量保持相对稳定。根据欧睿预计, 至 2028 年中国卷烟零售量将保持微弱正增长至 2481 亿支, 2024-2028 年复合增长率为 0.32%。

雪茄需求量平稳增长, 公司烟叶进口业务有望受益。中产阶级人群不断扩大, 直接刺激雪茄消费量持续增长, 根据欧睿预计, 中国雪茄消费将从 2018 年的 71.55 亿支增长至 2028 年的 82.03 亿支, 2018-2028 年复合增长率为 1.38%。雪茄的品质与其制作原料烟叶的优劣密切相关, 这直接推动了对高端烟叶的进口需求增加。中烟香港作为中烟体系的烟叶进口平台, 其烟叶进口业务发展有望受益于雪茄需求量增长。

图表18: 中国卷烟需求预测



图表19: 中国雪茄需求预测



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

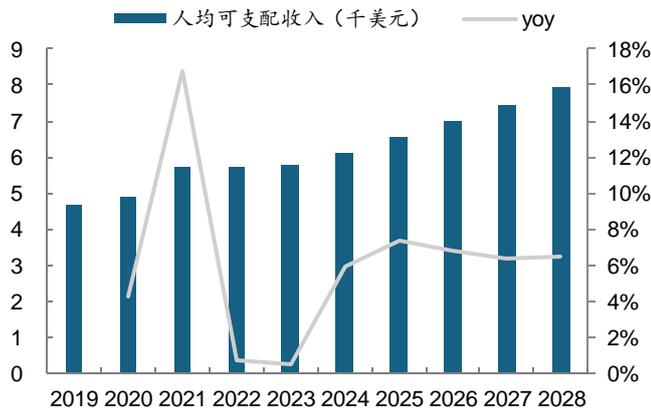
来源: Euromonitor, 国金证券研究所

2.1.2 高端烟叶需求占比提升有望推动利润率改善

高端烟叶需求不断增加, 有望推动公司盈利能力进一步提升。在中烟对低价香烟销售不断收紧的背景下, 消费者对高质高价卷烟的需求可能会稳步增加, 高端卷烟的零售量预计将继续上升。据欧睿预计, 中高端卷烟在 2026 年销量占比有望达到 90%。此外, 国内雪茄消费市场的蓬勃发展, 支撑国内对高端烟叶的需求进一步增加。国内市场对高品质烟叶的需求提升, 或将一定程度上优化公司烟叶进口业务结构, 推动高利率的高端烟叶产品占比提升, 从而助推公司烟叶进口业务整体利润率改善。

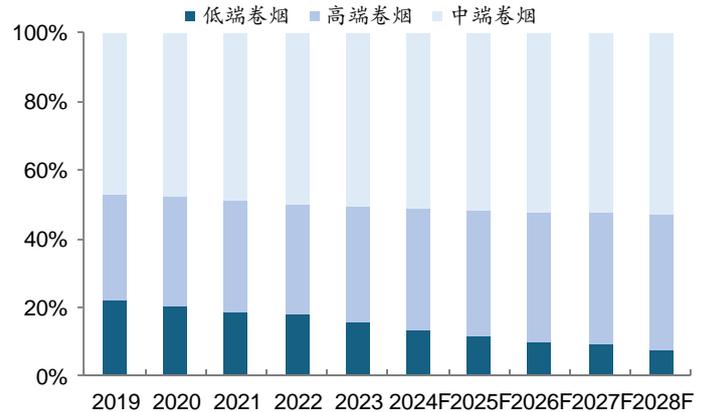


图表20: 中国人均可支配收入及预测



来源: Statista, 国金证券研究所

图表21: 中国不同价格区间卷烟销量占比及预测

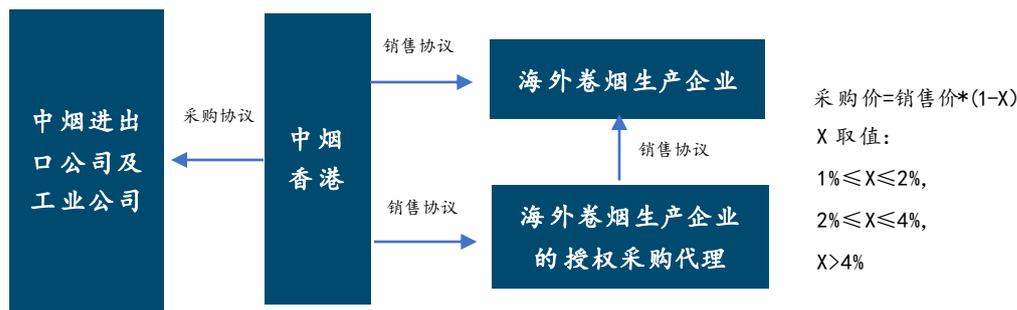


来源: Euromonitor, 国金证券研究所

2.2 烟叶出口: 供给压力趋缓, 欧洲市场开拓有望打开需求增量空间

公司从中烟进出口公司及工业公司采购烟叶, 出口至海外卷烟生产企业及其授权采购代理, 采购价与销售价之间会以一定区间比例换算, 一定程度上确保公司利润率相对稳定。

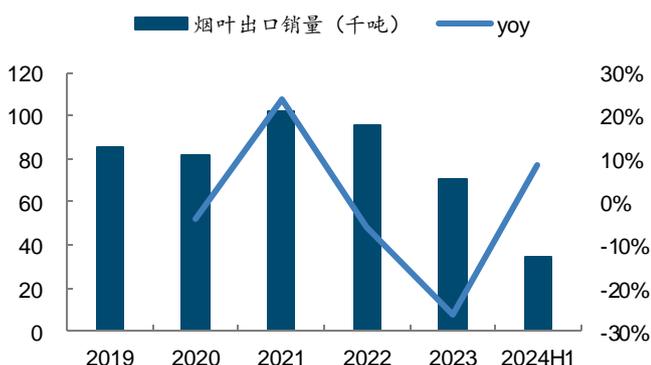
图表22: 中烟香港烟叶出口业务模式图



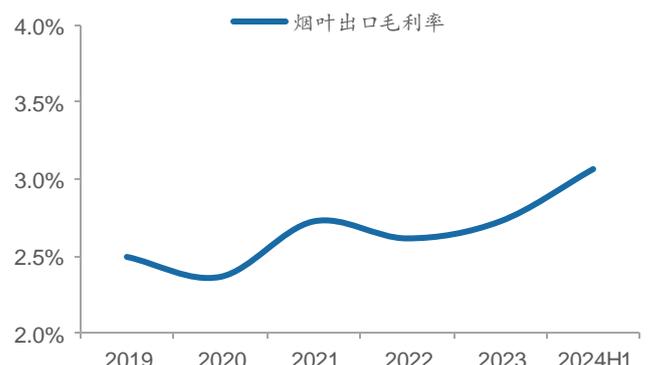
来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

公司烟叶出口业务受供需关系共同影响。2023 年公司烟叶出口量下降 26.19%, 主因 1) 从供给侧来看, 适销货源减少。2) 从需求侧来看, 近年由于卷烟税持续上调和控烟措施趋严, 卷烟生产商对烟叶的采购需求减少。且由于烟叶采购成本上升, 生产商选择使用存货而非新购烟叶。而 2024H1 公司紧抓国际市场对烟叶需求增加契机, 积极组织适销货源, 烟叶出口量同比增长 8.69%, 已恢复增长态势。

图表23: 公司烟叶出口销量变动



图表24: 公司烟叶出口业务毛利率变动





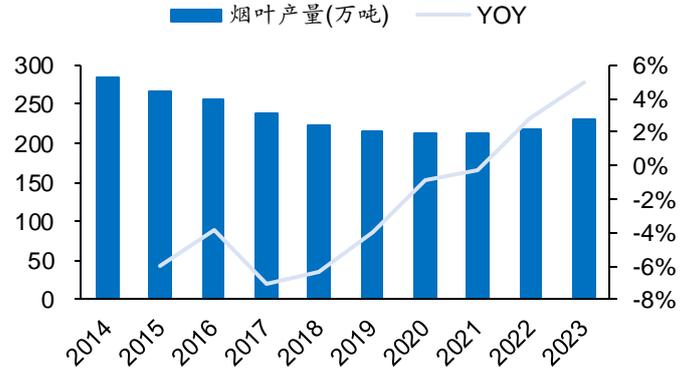
来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

展望后续：1) 供给端：中国烟草种植基数依然庞大，有力支撑烟叶出口供给。尽管近年来中国卷烟播种面积和卷烟产量有所下滑，但中国烟草种植基数仍然巨大。且近年国内推广的以烟为主的产业综合体一定程度上破解了烟与粮争地的难题，为确保烟区产业规模稳定提供有力支撑。2023年我国烟叶播种面积和烟叶产量分别回升3.9%/5.0%，预计在烟农收入补贴等政策刺激下，烟叶播种面积有望企稳止跌，对烟叶出口供给提供相对稳定的保障。

图表25：中国历年烟叶播种面积

图表26：中国历年烟叶总产量

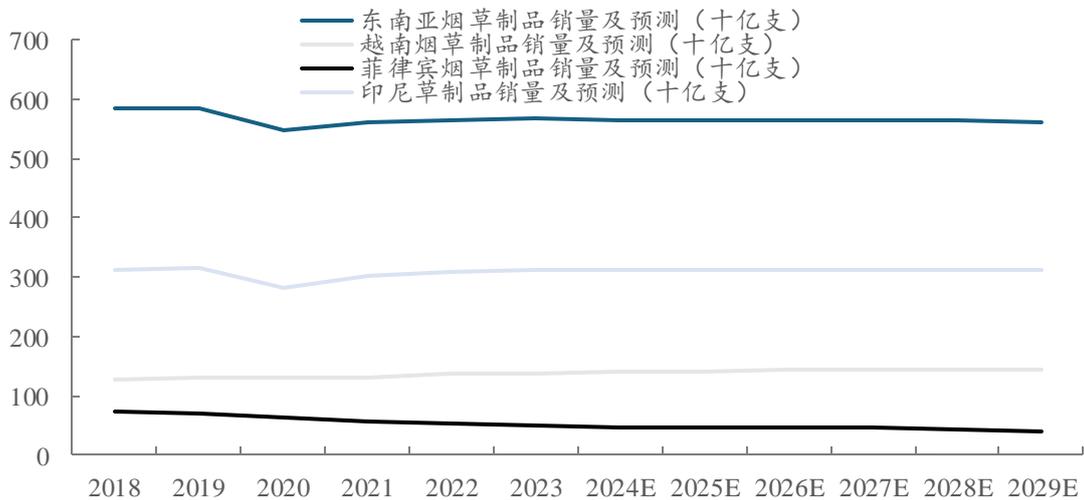


来源：国家统计局，国金证券研究所

来源：国际统计局，国金证券研究所

2) 需求端：东南亚地区烟草制品销量或维持稳定，欧洲地区扩张有望带动烟叶出口业务成长。印尼和菲律宾是东南亚地区最主要的两大烟叶制品消费国，同时也是中烟香港在东南亚地区营收最主要贡献国家，2023年烟草类制品消费量分别为3117/1383亿支。根据Statista预计，至2029年，东南亚国家烟草制品销量有望保持稳定，烟叶需求进而相对稳定。此外，2023年8月，中烟香港与云南中烟签订协议，将烟叶出口至欧洲地区进行销售。公司后续在欧洲地区的扩张有望带动烟叶出口业务的进一步增长。

图表27：东南亚地区烟草类制品消费及预测



来源：Statista Market Insights，国金证券研究所

2.3 收购中烟巴西，稳步推进烟叶全球产业链布局

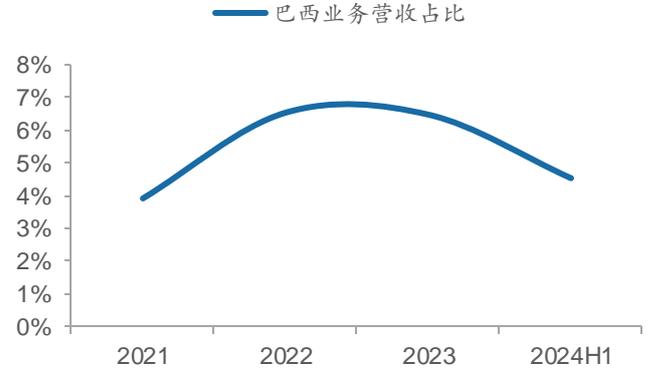
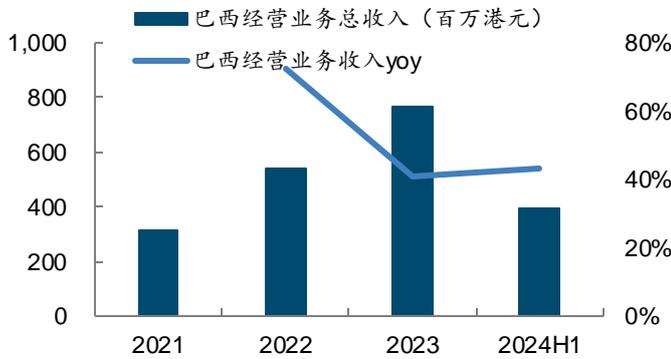
成功收购中烟巴西，产业链上游拓展效果显著。2021年9月23日，公司与中烟国际集团签订购置协议，决定以约4.95亿港元收购中烟巴西。此收购不仅提升公司对原材料供应的掌控能力，通过中烟巴西，中烟香港积极拓展在巴西的烟叶业务，包括采购、加工、销售及出口等环节，并且进一步扩大了公司烟叶产品出口范围。2023年，巴西经营业务实现营收7.66亿元，同比增长41.07%。2021-2023年，巴西业务占公司总营收比重由3.90%提升至6.47%，有力支撑了公司总体营收的较快增长。2024H1公司巴西业务销量同比下降



14%，收入同比增长 43%，主因销售单价较高而毛利水平相对较低的成品片烟销量占比大幅提升。中烟巴西的成功收购为公司提供了额外的增长动力，为后续公司在全球范围内的并购扩张提供了良好范本。

图表28：公司巴西业务收入及变动情况

图表29：公司巴西经营业务营收占比

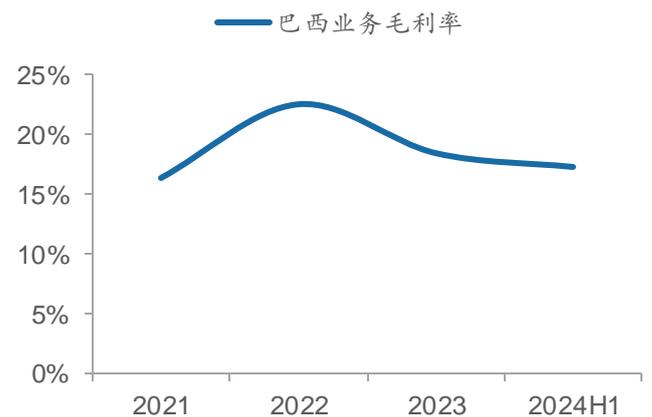
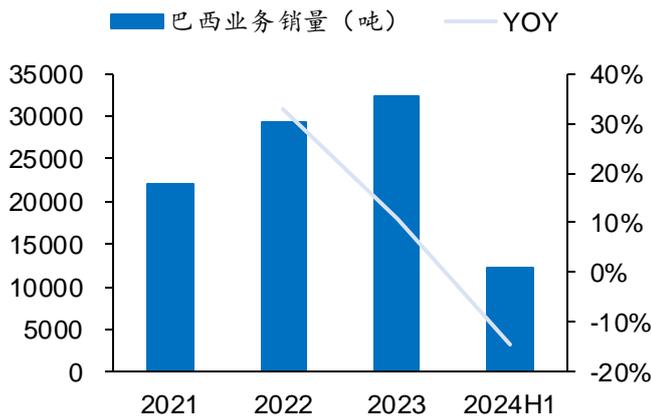


来源：公司年报，国金证券研究所

来源：公司年报，国金证券研究所

图表30：公司巴西业务销量变动

图表31：公司巴西业务保持较高毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

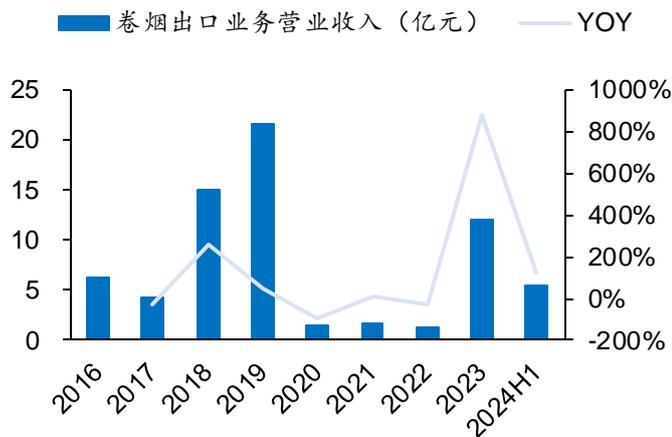
来源：公司年报，国金证券研究所

三、卷烟业务：销量提升具备双重驱动，盈利提升持续性可期

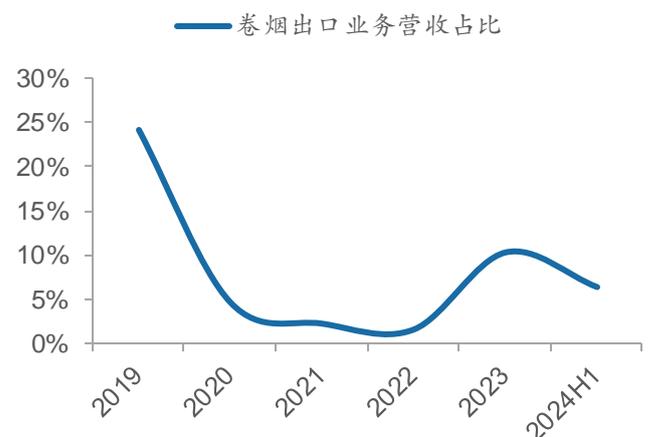
依托免税市场客流修复+有税市场扩张，销量增长可期，直营/自营占比提升助推利润率弹性。2023 年公司卷烟出口业务营收同比增长 875.83%至 12.09 亿元，营收占比为 10.21%，2024H1 卷烟出口业务营收同比增长 128.0%。营收大幅恢复主因随着出入境人流恢复使得免税店消费客流修复，并且公司逐步开拓有税市场，共同推动卷烟销量大幅回升。展望后续，免税市场客流量仍具修复空间，有税市场加速扩张也值得期待。利润率方面，此前卷烟出口业务主要依赖于经销模式，该模式的毛利率相对较低，近年来公司正逐步增加直营/自营模式占比，同时优化产品组合，公司后续毛利率提升可期。



图表32: 公司卷烟出口业务营收变动



图表33: 公司卷烟业务营收占比

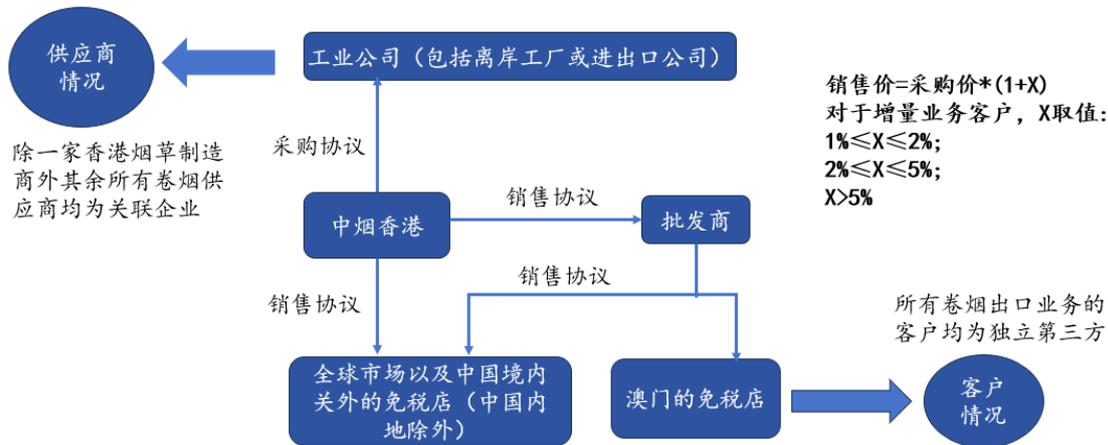


来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

公司卷烟出口业务模式: 供应商为中国烟草的进出口公司、工业公司及授权第三方烟草生产企业, 客户为卷烟批发商、免税运营商及有税市场零售终端, 业务覆盖超过 200 个免税终端及有税市场零售店, 主要目标市场为中国内地、中国香港、中国澳门、新加坡和泰国的免税市场, 24 年以来公司也逐步扩张有税市场。定价方面, 根据招股书披露, 该业务定价主要采取采购价加成的策略。

图表34: 中烟香港卷烟出口业务模式图



来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

3.1 两大驱动力助推卷烟出口销量进一步提升

免税市场客流量的提升以及有税市场的拓展将成卷烟出口两大增长驱动力。1) 国内出入境人流正全面恢复, 进而免税店客流的提升有望直接拉动公司卷烟出口销量持续回升。在 2020-2022 年出入境相关限制, 卷烟出口业务经历销量震荡期, 2023 年起公司卷烟出口销量有明显回升, 达 28.04 亿支, 同比增长 631.5%, 2024 年 H1 进一步回升, 销量同比增长 96.0%, 但目前年销量相较 2019 年高峰期的 55.06 亿支销量仍有修复空间。

展望后续, 免签政策刺激出入境人流量持续恢复, 客流仍具较大提升空间。根据国家移民管理局, 多个国家的公民可以享受 15 天的免签入境中国政策, 这将极大地促进旅游业的发展, 从而增加出入境客流量。从 2024 年开始, 法国、德国、意大利、荷兰、西班牙和马来西亚等国的公民可以享受 15 天免签入境中国的待遇, 同时, 为回应中国单方面免签政策, 相关国家和地区有望出台更多签证便利政策, 预期将增加出入境客流量, 显著提升境内关外免税店的消费, 推动公司在中国境内关外免税店的卷烟销售增长。根据国家移民管理局, 2024 年全国出入境人次达 6.1 亿人次, 较 2023 年增长 43.9%, 而以季度平均出



入境人次来看，仍未全面恢复至 2019 年水平，后续出入境客流量仍有较大提升空间。

图表35：中国过境免签政策梳理

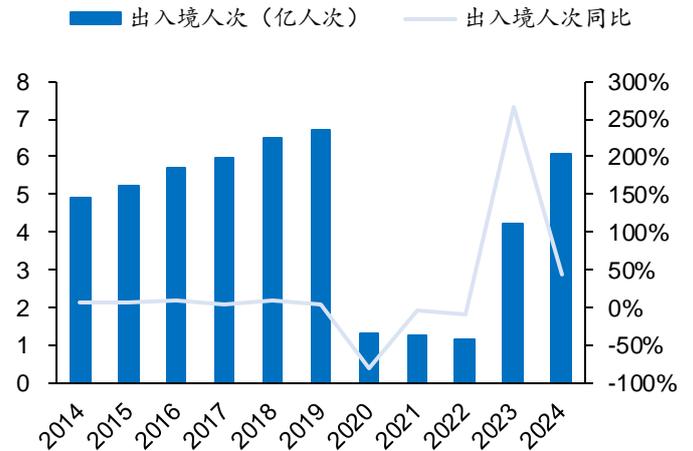
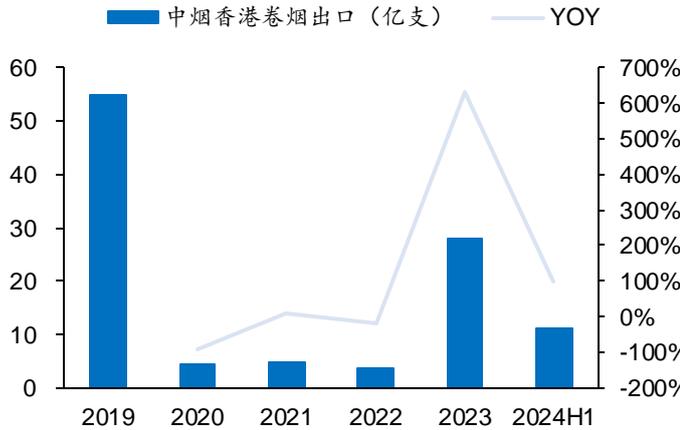
省（区市）/地区	适用口岸
72 小时过境免签政策	
湖南省	长沙黄花国际机场
黑龙江省	哈尔滨太平国际机场
广西壮族自治区	桂林两江国际机场
144 小时过境免签政策	
京津冀区域	北京首都国际机场
	北京大兴国际机场
	北京西客站
	天津滨海国际机场
	天津国际邮轮母港
	石家庄正定国际机场
	秦皇岛海港
江浙沪区域	上海虹桥国际机场
	上海浦东国际机场
	上海海港口岸
	上海铁路口岸
	南京禄口国际机场
	杭州萧山国际机场
	宁波栎社国际机场
广东省	广州白云机场
	深圳宝安国际机场
	揭阳潮汕国际机场
辽宁省	沈阳仙桃国际机场
	大连周水子国际机场
山东省	青岛胶东国际机场
	青岛海港口岸
重庆市	重庆江北国际机场
四川省	成都双流国际机场
陕西省	西安咸阳国际机场
福建省	厦门高崎国际机场
	厦门海港口岸
湖北省	武汉天河国际机场
云南省	昆明长水国际机场

来源：中国国家移民管理局，国金证券研究所



图表36: 2024H1 中烟香港卷烟出口销量同比大增96%

图表37: 2024 年全国出入境人次同比增长44%



来源: 公司财报, 国金证券研究所

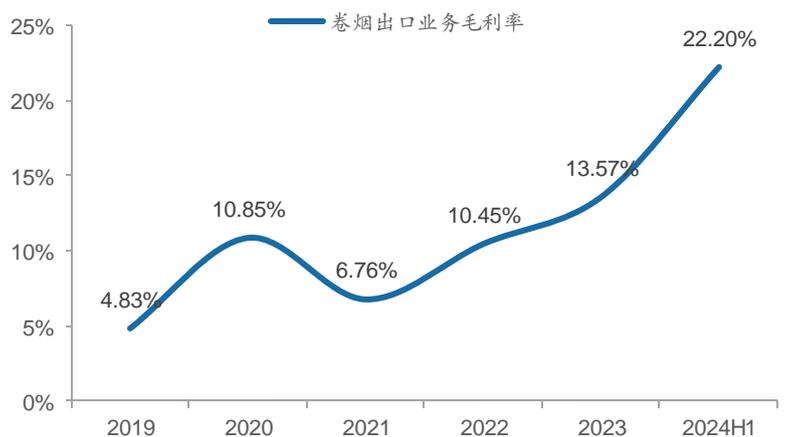
来源: wind, 国金证券研究所

2) 区域、渠道覆盖范围扩大将进一步打开卷烟出口业务销量成长空间。2024 年, 公司订立了向新增区域出口卷烟的框架协议, 计划将卷烟出口业务扩展至公司独家经营区域以外。通过直接销售或通过分销商销售中国烟草总公司集团旗下的卷烟产品至全球市场(中国内地除外)以及中国内地境内的关外免税店, 此外公司也正加速拓展有税市场, 整体来看, 公司后续卷烟出口的市场覆盖范围有望持续扩大, 将显著打开公司销量成长空间。

3.2 优化品规组合+提升直营/自营占比, 毛利率持续提升可期

优化产品组合, 加大新品投放力度, 扩大自营业务规模占比, 整体有望驱动卷烟出口业务毛利率持续提升。近年来, 公司持续推动产品组合优化, 加大新品规推出力度, 进而逐步扩大了直接面向免税店的业务模式(直营/自营模式)的收入占比。由于直营/自营模式的毛利率相对较高, 业务收入占比的优化也显著提升了公司卷烟出口业务的毛利率, 卷烟出口业务 24H1 毛利率达 22.2% (23 年全年毛利率仅为 13.6%)。展望后续, 公司直营/自营占比仍具较大提升空间, 毛利率弹性可期。

图表38: 近年来卷烟出口业务毛利率提升明显



来源: 公司财报, 国金证券研究所



图表39: 中烟香港年度前五大品规



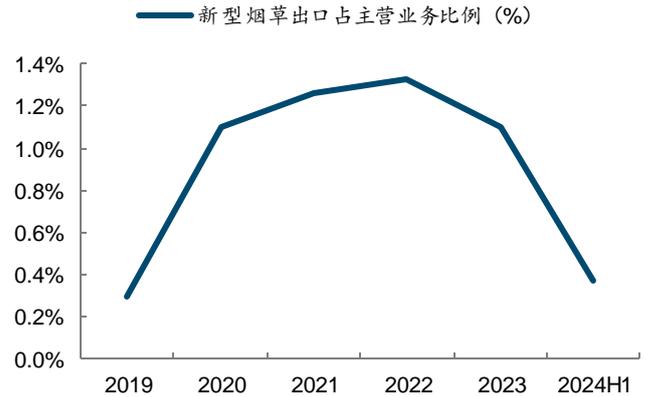
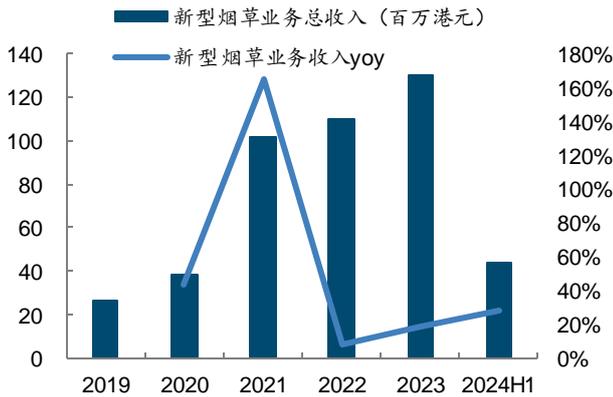
来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、新型烟草: 行业仍处红利期, 产品力提升+区域扩张助力加速发展

新型烟草出口业务持续发展, 有望打开公司新成长曲线。公司负责向全球市场(中国内地除外)出口新型烟草制品(主要为加热不燃烧烟草产品), 业务覆盖 50+ 国家及地区, 主要目标市场为东南亚、中东、欧洲、中亚地区。该业务目前虽然体量相对较小, 2023 年收入占比为 1.1%, 但近年来该业务收入持续增长, 2019-2023 年 CAGR 达 48%, 2024H1 收入同比增长 28%, 销量同比增长 41%。

图表40: 公司新型烟草营收及变动

图表41: 公司新型烟草营收占比

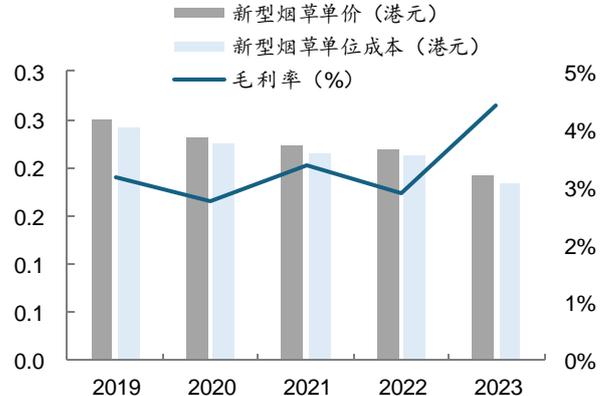
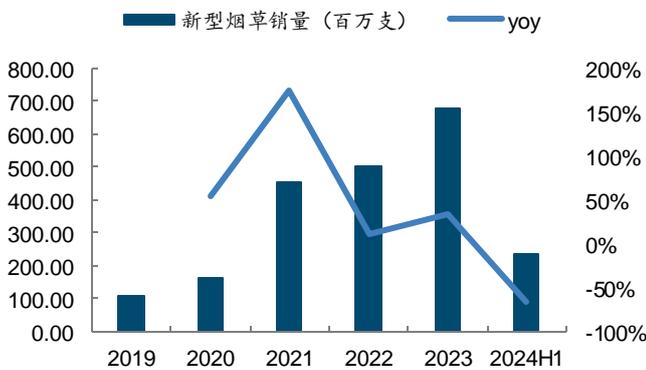


来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表42: 公司新型烟草出口历年销量

图表43: 公司新型烟草出口历年单价及毛利率



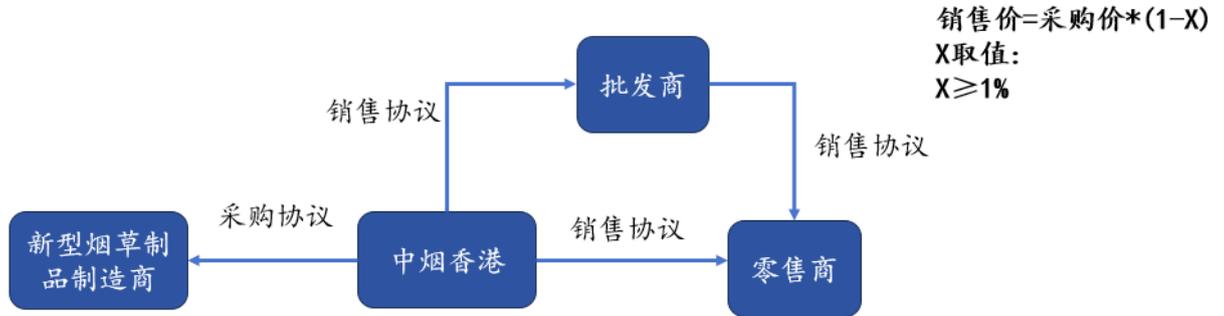
来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所



新型烟草出口业务模式：公司负责向全球市场（中国内地除外）出口新型烟草制品（主要为加热不燃烧烟草产品）。公司从新型烟草制品制造商进行产品采购，进而出口至目标市场上的批发商或直接销售至零售商。定价方面，新型烟草制品出口业务的加价比例至少为1%，公司可根据国际市场状况及相关经营成本的变动而调整该等加价比例。

图表44：中烟香港新型烟草出口业务模式图

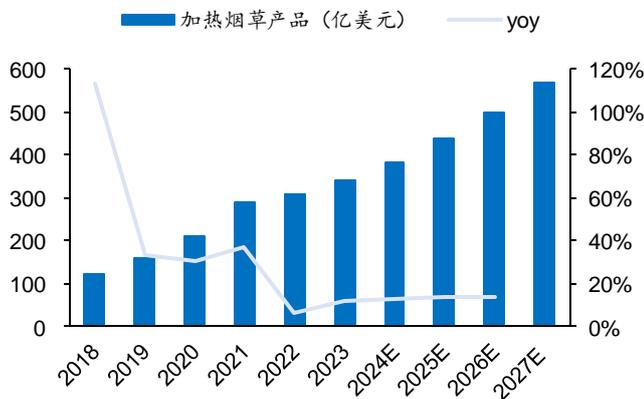


来源：公司招股书，公司年报，国金证券研究所

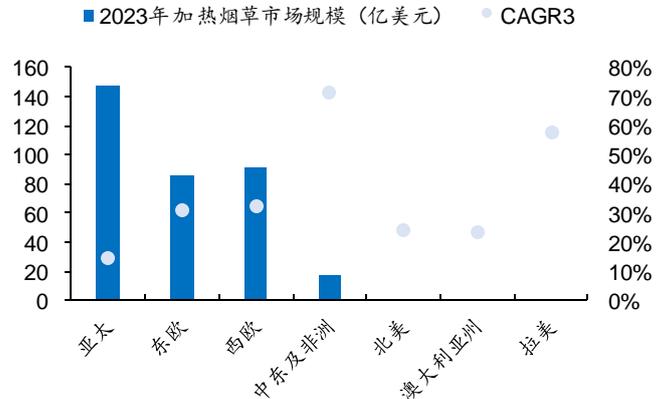
行业层面：全球HNB市场持续扩容，享受渗透率提升红利期，中烟品牌影响力仍需提升。HNB产品因其更强的替烟性和减害性，吸引了大量传统烟草用户，2018至2023年间，全球HNB市场规模的年均CAGR达到23.12%，根据欧睿预计2023-2027年行业规模CAGR达13.45%。截止2024H1，HNB龙头公司菲莫国际旗下的IQOS替代传统纸烟消费者数量已经达到0.31亿人，行业目前仍处渗透率提升红利期，HNB市场规模持续扩容可期。从行业格局来看，目前菲莫国际的IQOS处于绝对垄断地位，英美烟草的Glo品牌市场份额超15%，而中烟旗下HNB品牌目前份额仍然较低，产品力与品牌影响力仍需进一步提升。

图表45：2027年全球HNB市场规模有望达566亿美元

图表46：全球主要HNB消费市场规模增长较快



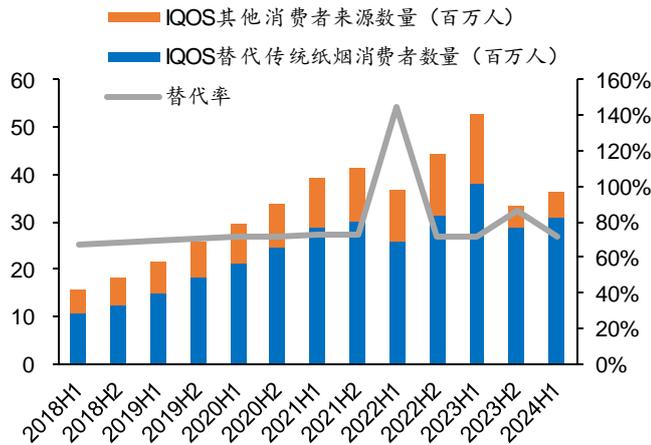
来源：Euromonitor，国金证券研究所



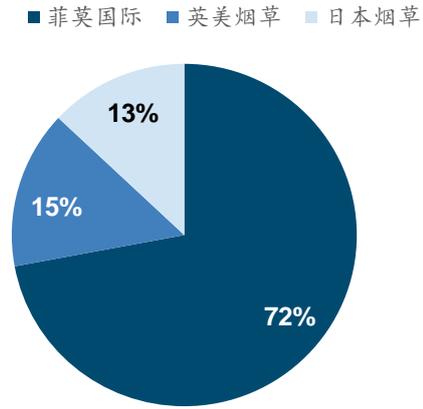
来源：Euromonitor，国金证券研究所



图表47: IQOS 消费者来源及替代率



图表48: 菲莫国际在日本 HNB 市场中占据份额较大



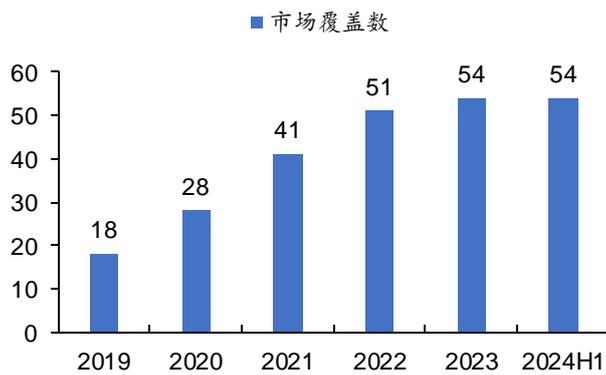
来源: 菲莫国际财报, 国金证券研究所

来源: 欧睿, 国金证券研究所

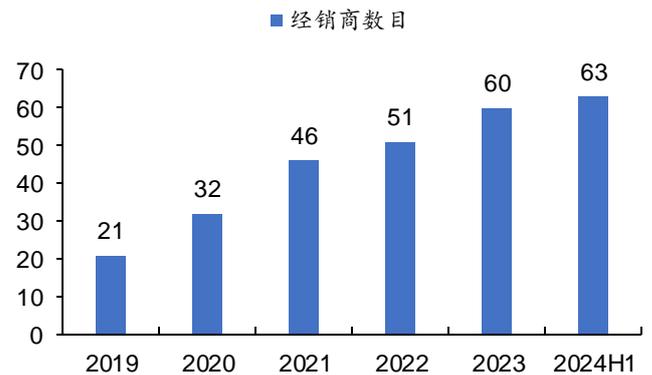
公司层面: 1) 驱动力一: 覆盖市场及经销商数量正持续扩张, 品牌影响力逐步扩大。公司新型烟草出口地区持续扩张, 截止 2023 年出口业务涵盖超过 20 个新型烟草品牌、50 余个国家及地区, 2024 年 H1 市场覆盖数达 54 个, 经销商数量达 63 个。展望后续, 公司市场覆盖面及经销商数量仍有较大提升空间, 随着覆盖区域增多, 公司品牌影响力提升的同时, 销量增长空间进一步打开。

2) 驱动力二: 产品力持续提升, 行业份额有望提升。2024 年 9 月, 中烟香港代表中国烟草 13 家工业企业, 携 25 个品牌、超 100 个品规的加热烟草产品参加多特蒙德国际烟草展会。此次展会, 中烟香港首次展出茶基非烟介质产品 (不含烟草成分) 及自主研发的自然烟气技术产品。针对欧盟市场日益严格的监管趋势, 公司成功研发出茶基产品, 满足不同消费者在使用减害产品时摄取尼古丁的需求。近年来, 中烟持续在加热烟草领域进行研发投入, 新产品、新技术逐步迭代, 展望后续, 随着中烟相关加热烟草的产品力提升, 行业份额有望逐步提升, 公司作为中烟体系新型烟草产品出口商, 或将显著受益。

图表49: 公司新型烟草市场覆盖数不断增加



图表50: 公司新型烟草经销商数量不断增加



来源: 公司财报, 国金证券研究所

来源: 公司财报, 国金证券研究所



图表51：中烟香港携超100个品规的加热烟草产品参加国际烟草展会



来源：公司官网，国金证券研究所

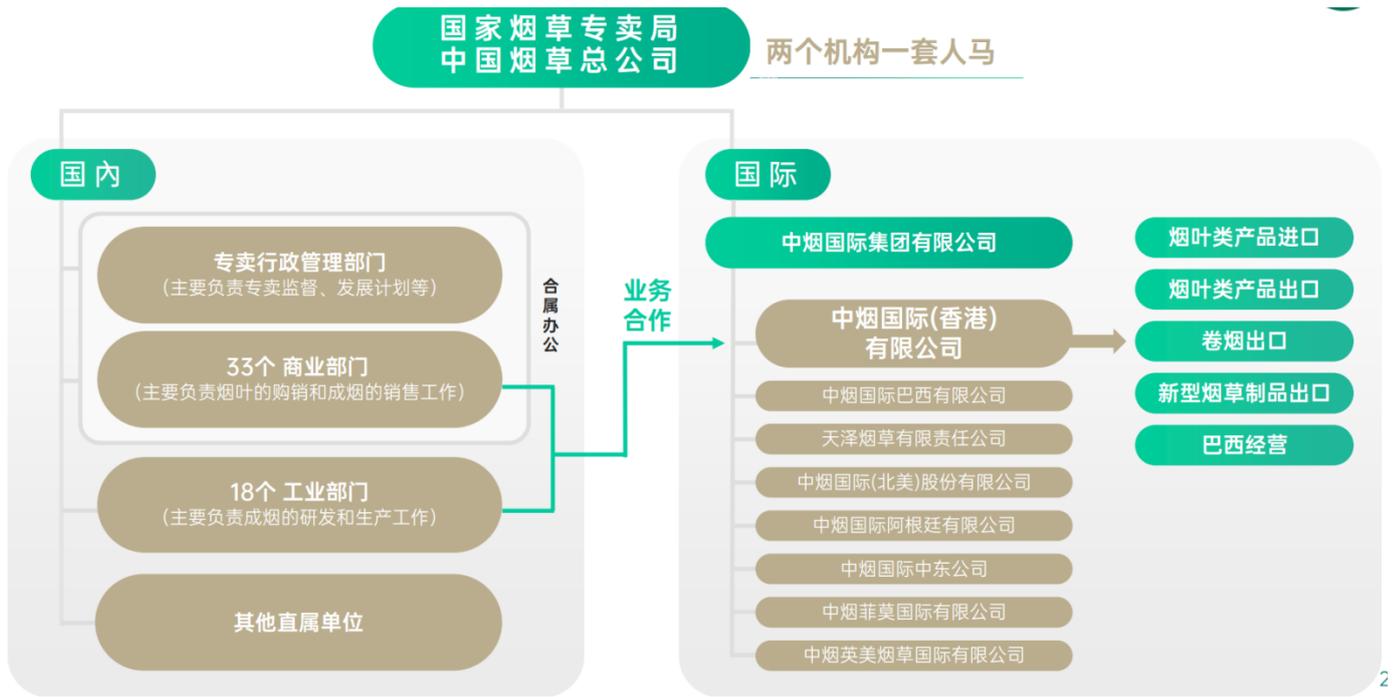
五、资本运作平台定位，外延拓展值得期待

公司发展目标为打造具有国际竞争力的一流烟草企业、助力中国烟草提升国际影响力。公司始终坚持“外延与内生”双轮驱动策略，并且根据招股书披露，公司定位为中烟体系资本市场运作和国际化业务拓展的指定境外平台，后续相关整合以及相关优质标的的外延并购，公司通过资本化运作助力中国烟草国际化发展值得期待。

目前公司的控股公司为中烟国际集团，其旗下子公司主要有三类：1) 烟叶类业务：如天泽烟草、中烟国际阿根廷、中烟国际（北美）公司等；3) 与国际烟草公司合资子公司：中烟菲莫国际、中烟英美烟草国际等。



图表52：中国烟草行业组织结构



来源：公司年报，国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

■ 关键假设

- 1) **烟叶类产品进口业务**：国内烟草制品消费呈现升级趋势，对雪茄需求量增大，刺激高端烟叶进口增加，带动整体价格提升，但总体雪茄占比仍在个位数，因此烟叶进口数量提升并不显著。烟叶进口由国家定价，公司在收购中烟巴西后预计毛利率稳中有升。预计 2024-2026 年烟叶类产品进口收入分别为 85.68/93.56/101.19 亿港元，毛利率分别为 10.8%/11.8%/12.3%，分别同比+1.7%/+1.0%/+0.5%。
- 2) **烟叶类产品出口业务**：烟叶产品出口业务受烟叶货源、出口地区卷烟管控政策与需求变动等因素影响较大。公司着力拓展东南亚及中国港澳台以外的新市场，深化与主要客户和供应商的长期供货机制，预计该业务的营收及毛利率将保持平稳增长。预计 2024-2026 年烟叶类产品出口业务收入分别为 18.56/19.88/21.50 亿港元，毛利率分别为 3.0%/3.3%/3.6%，分别同比+0.3%/+0.3%/+0.3%。
- 3) **新型烟草出口业务**：随着公司重点布局海外新型烟草产业链，持续加大与新型烟草龙头公司的合作力度，产品渗透率有望持续上行。预计 2024-2026 年新型烟草出口收入分别为 1.64/2.00/2.50 亿港元，毛利率分别为 5.0%/5.1%/5.4%，分别同比+0.6%/+0.1%/+0.3%。
- 4) **卷烟产品出口业务**：受益于跨境客流量的提升、业务模式扩展，以及公司着力拓展直营/自营免税店渠道网络，预计卷烟出口业务销量与毛利率均有显著提升。预计 2024-2026 年卷烟产品出口收入分别为 18.28/23.53/29.08 亿港元，毛利率分别为 20.4%/21.9%/24.7%，分别同比+6.8%/+1.6%/+2.8%。
- 5) **巴西经营业务**：长期来看全球烟叶货源供应相对紧张，预计巴西烟叶业务价格端会有一定增长。我们预计 2024-2026 年巴西经营业务收入分别为 9.66/11.35/13.11 亿港元，毛利率分别为 17.6%/17.8%/17.9%，分别同比-0.8%/+0.2%/+0.1%。

费用率预测：公司在财报中以“行政及其他经营开支”项包括营销费用和管理费用。近年来公司营业收入增长较快，但行政及其他经营开支额基本持平，主因公司全面加强成本管控。持续优化费用支出结构。未来随着公司持续拓展烟叶进出口及卷烟出口直营/自营业务，相应的营销费用会有所增加，因此我们预计 2024-2026 年公司“行政及其他经营开支”费用率分别为 2.00%/2.50%/3.00%。



图表53: 中烟香港收入拆分

单位: 亿港元; %	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	83.24	118.36	133.81	150.32	167.38
yoy	3%	42%	13%	12%	11%
毛利率	10.1%	9.2%	11.4%	12.6%	13.7%
yoy	4.6%	-0.9%	2.2%	1.2%	1.1%
收入拆分					
烟叶类产品进口业务	54.25	80.79	85.68	93.56	101.19
数量(万吨)	9.2	11.7	11.8	12.3	12.7
yoy	-5.4%	27.5%	1%	4%	3%
单价(万元/吨)	5.9	6.9	7.2	7.6	8.0
yoy	10.8%	16.8%	5%	5%	5%
毛利率	12.0%	9.1%	10.8%	11.8%	12.3%
yoy	5.9%	-2.9%	1.7%	1.0%	0.5%
烟叶类产品出口业务	21.22	16.52	18.56	19.88	21.50
数量(万吨)	9.6	7.1	7.4	7.8	8.2
yoy	-6.0%	-26.2%	5%	5%	5%
单价(万元/吨)	2.2	2.3	2.5	2.6	2.6
yoy	-1.7%	5.5%	7%	2%	3%
毛利率	2.6%	2.7%	3.0%	3.3%	3.6%
yoy	-0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
新型烟草出口业务	1.10	1.30	1.64	2.00	2.50
数量(万吨)	5.0	6.8	9.48	11.57	14.46
yoy	10.5%	34.8%	40%	22%	25%
单价(万元/吨)	0.22	0.19	0.17	0.17	0.17
yoy	-1.9%	-12.5%	-10%	0%	0%
毛利率	3.0%	4.4%	5.0%	5.1%	5.4%
yoy	-0.4%	1.4%	0.6%	0.1%	0.3%
卷烟产品出口业务	1.24	12.09	18.28	23.53	29.08
数量(万吨)	3.8	28.0	39.3	49.1	58.9
yoy	-17.3%	631.5%	40%	25%	20%
单价(万元/吨)	0.32	0.43	0.5	0.5	0.5
yoy	-13.5%	33.4%	8%	3%	3%
毛利率	10.5%	13.6%	20.4%	21.9%	24.7%
yoy	3.7%	3.1%	6.8%	1.6%	2.8%
巴西经营业务	5.43	7.66	9.66	11.35	13.11
数量(万吨)	2.9	3.2	2.9	3.3	3.6
yoy	33.0%	10.8%	-10%	12%	10%
单价(万元/吨)	1.86	2.37	3.3	3.5	3.7
yoy	29.8%	27.4%	40%	5%	5%
毛利率	22.6%	18.4%	17.6%	17.8%	17.9%
yoy	6.2%	-4.1%	-0.8%	0.2%	0.1%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 可比估值

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 133.81/150.32/167.38 亿港元, 分别同比



+13.1%/+12.3%/+11.4%。2024-2026 年公司归母净利润为 7.97/9.66/11.49 亿港元，同比 +33.0%/+21.3%/+18.9%，对应 EPS 为 1.15/1.40/1.66 港元，对应 PE 为 18X/15X/12X。

由于公司所在的烟草行业在国内缺乏相应的比较标的，且考虑公司在中烟集团内部的特殊地位与广阔的发展前景，我们选取国际烟草龙头公司菲莫国际和日本烟草作为比较标的。我们认为公司特许经营权带来稳定行业地位，卷烟和新型烟草业务具有良好的发展前景，给予中烟香港 2025 年 23X 的估值，目标价 32.20 港元，给予“买入”评级。

图表54：可比公司估值

代码	名称	收盘价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
PM.N	菲莫国际	118.51	6.25	7.08	7.83	19.3	17.0	15.4
2914.T	日本烟草	3902.00	261.45	272.65	275.9	15.1	14.5	14.3
平均值						17.2	15.8	14.9
6055.HK	中烟香港	22.15	1.15	1.40	1.66	17.8	14.7	12.3

来源：Wind，国金证券研究所。注：菲莫国际收盘价及 EPS 为美元，日本烟草为日元，中烟香港为港元。可比公司采用 wind 一致预期，收盘价为 2025 年 1 月 16 日的收盘价。

七、风险提示

- **汇率波动风险。**公司境外收入占比较高，若汇率波动加大可能对公司业绩产生影响。
- **自然灾害风险。**烟叶种植和生产及运输受到气候影响，极端天气或气候将会影响烟叶供应量，增加烟叶单位成本。
- **渠道及新品扩张不及预期的风险。**公司烟叶出口、卷烟出口及新型烟草出口均需进一步扩张区域及渠道，若扩张不及预期，则将直接影响后续业绩增长速度。此外，若公司新型烟草的新产品上市效果不及预期，将影响新型烟草业务后续发展空间。



附录：三张报表预测摘要

损益表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,064	8,324	11,836	13,381	15,032	16,738
增长率	131.7%	3.2%	42.2%	13.1%	12.3%	11.3%
主营业务成本	7,619	7,480	10,748	11,852	13,137	14,451
%销售收入	94.5%	89.9%	90.8%	88.6%	87.4%	86.3%
毛利	445	844	1,088	1,529	1,896	2,287
%销售收入	5.5%	10.1%	9.2%	11.4%	12.6%	13.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	0	0	0	268	376	502
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	2.5%	3.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	787	664	915	1,262	1,520	1,785
%销售收入	9.8%	8.0%	7.7%	9.4%	10.1%	10.7%
财务费用	13	48	56	74	80	73
%销售收入	0.2%	0.6%	0.5%	0.6%	0.5%	0.4%
行政及其他经营开支	0	0	0	268	376	502
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	2.5%	3.0%
投资收益	105	0	0	0	0	0
%税前利润	13.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	306	657	935	1,262	1,520	1,785
营业利润率	3.8%	7.9%	7.9%	9.4%	10.1%	10.7%
营业外收支						
税前利润	774	616	859	1,188	1,440	1,712
利润率	9.6%	7.4%	7.3%	8.9%	9.6%	10.2%
所得税	56	151	167	261	317	377
所得税率	7.3%	24.6%	19.4%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	717	464	692	926	1,123	1,335
少数股东损益	15	89	94	130	157	187
归属于母公司的净利润	703	375	599	797	966	1,149
净利率	8.7%	4.5%	5.1%	6.0%	6.4%	6.9%

现金流量表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	703	375	599	797	966	1,149
少数股东损益	15	89	94	130	157	187
非现金支出	-445	84	106	275	315	350
非经营收益						
营运资金变动	-326	-911	-238	-512	-147	-367
经营活动现金净流	-24	-401	518	598	1,169	1,164
资本开支	-1	-6	-16	-9	-9	-9
投资	0	0	-1,761	-700	-600	-600
其他	68	17	78	70	0	0
投资活动现金净流	67	11	-1,699	-639	-609	-609
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	618	756	345	500	200	100
其他	-661	-243	-373	-146	-158	-163
筹资活动现金净流	-43	513	-27	354	42	-63
现金净流量	25	126	-1,214	331	620	509

资产负债表(港币 百万)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,659	1,785	571	901	1,521	2,030
应收款项	1,331	1,606	908	1,371	1,540	1,761
存货	1,288	2,509	2,974	3,292	3,649	4,014
其他流动资产	0	0	1,761	2,264	2,666	3,068
流动资产	4,278	5,900	6,214	7,828	9,376	10,874
%总资产	89.8%	92.6%	92.2%	92.5%	92.1%	91.7%
长期投资	0	0	0	200	400	600
固定资产	32	28	34	41	47	53
%总资产	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
无形资产	428	390	353	318	286	257
非流动资产	489	470	527	631	805	982
%总资产	10.2%	7.4%	7.8%	7.5%	7.9%	8.3%
资产总计	4,767	6,371	6,740	8,459	10,181	11,856
短期借款	1,292	2,095	2,480	2,980	3,180	3,280
应付款项	1,220	1,816	1,233	1,481	1,825	2,007
其他流动负债	181	165	285	308	346	385
流动负债	2,693	4,076	3,998	4,770	5,351	5,673
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	91	57	47	50	50	50
负债	2,783	4,133	4,045	4,819	5,400	5,722
普通股股东权益	1,762	2,023	2,494	3,308	4,292	5,458
其中：股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
未分配利润	493	750	1,211	2,025	3,009	4,175
少数股东权益	221	214	202	331	489	676
负债股东权益合计	4,767	6,371	6,740	8,459	10,181	11,856

比率分析

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.02	0.54	0.87	1.15	1.40	1.66
每股净资产	2.55	2.93	3.61	4.78	6.20	7.89
每股经营现金净流	-0.03	-0.58	0.75	0.86	1.69	1.68
每股股利	0.17	0.20	0.32	0.00	0.00	0.00
回报率						
净资产收益率	39.88%	18.53%	24.01%	24.08%	22.51%	21.04%
总资产收益率	14.74%	5.88%	8.88%	9.42%	9.49%	9.69%
投入资本收益率	22.28%	11.55%	14.24%	14.87%	14.89%	14.79%
增长率						
主营业务收入增长率	131.67%	3.23%	42.19%	13.05%	12.34%	11.35%
EBIT增长率	932.42%	-15.66%	37.81%	37.94%	20.46%	17.43%
净利润增长率	638.33%	-46.66%	59.71%	33.04%	21.27%	18.90%
总资产增长率	30.78%	33.65%	5.81%	25.49%	20.36%	16.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.6	53.8	28.9	19.4	23.6	24.2
存货周转天数	68.8	91.4	91.8	95.2	95.1	95.5
应付账款周转天数	73.9	73.0	51.1	41.2	45.3	47.7
固定资产周转天数	1.0	1.3	0.9	1.0	1.1	1.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-13.95%	16.40%	72.61%	58.49%	35.75%	21.19%
EBIT利息保障倍数	30.7	8.3	5.9	8.7	9.6	10.9
资产负债率	58.39%	64.88%	60.01%	56.98%	53.05%	48.27%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	6	6	11
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.29	1.29	1.40

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究