



中烟香港 (06055.HK)

买入 (维持评级)

港股公司点评

证券研究报告

盈利表现优异，跨越式发展值得期待

事件

3 月 6 日公司发布 2024 年年报，24 年营收/归母净利润分别同比 +10.5%/+42.6% 至 130.7/8.5 亿港元，其中 24H2 营收/归母净利分别同比 +6.8%/+48.6% 至 43.7/2.1 亿港元，盈利表现优异。2024 年全年股息合计为每股 0.46 港元，同比 +43.8%。

经营分析

市场需求恢复+优异经营助力烟叶、卷烟出口业务整体表现较优。分业务来看，2024 全年烟叶出口/烟叶进口/卷烟出口/新型烟草出口/巴西经营业务分别实现营收 20.6/82.5/15.7/1.4/10.5 亿港元，同比分别 +24.8%/+2.2%/+30.2%/+3.8%/+37.1%。其中 24H2 烟叶出口/烟叶进口/卷烟出口/新型烟草出口/巴西经营业务分别实现营收 11.4/14.5/10.3/0.9/6.6 亿港元，同比分别 +26.3%/-11.0%/+6.0%/-5.2%/+33.8%。烟叶出口营收增幅较大，主因公司把握国际市场烟叶需求增加，积极组织适销货源，烟叶出口数量 H1/H2 分别同比 +8.7%/+25.9%。此外，卷烟出口业务增长主因一方面公司拓宽经营区域，积极拓展有税市场，卷烟出口量 H1/H2 分别同比 +96%/-0.3%，另一方面公司提高自营占比助推均价提升。

多因素推动公司毛利率显著提升，费用率管控相对较优。2024 年公司毛利率与净利率为 10.5% 与 6.9%，同比 +1.4/+1.1pct，其中 2024H2 毛利率与净利率为 9.5% 与 5.1%，同比 +1.1/+0.7pct。2024 年烟叶类产品出口/烟叶类产品进口/卷烟出口/新型烟草制品出口/巴西经营业务毛利率分别为 4.1%/10.0%/17.6%/5.2%/17.5%，同比 +1.3/+0.9/+4.1/+0.8/-0.9pct。其中卷烟出口业务毛利率显著提升主因公司持续优化卷烟业务结构及产品组合，逐步提升毛利率更高的自营业务占比。此外，烟叶类产品进/出口业务毛利率提升分别主因产品结构变化、优化定价策略，增强议价能力。2024 年公司行政及其他经营开支费用率为 1.2%，同比 -0.1pct，财务费率同比 +0.3pct 至 1.7%。

内生利润率持续提升可期，外延并购有望助推跨越式发展。公司现有业务依托行业需求增长及积极扩张市场，整体规模实现稳健增长可期。与此同时，依托烟叶出口业务持续优化定价策略，卷烟出口业务逐步提升自营占比，公司盈利能力持续提升具备较强确定性。此外，公司明确将持续聚焦资本运作平台建设，适时开展投资并购，公司实现跨越式发展可期。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.48/1.73/2.01 元，当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示

汇率大幅波动，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

分析师：尹新悦 (执业 S1130522080004)

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价 (港币)：27.350 元

相关报告：

1. 《中烟香港港股公司深度研究：中烟启航出海，把握“稀缺&确定“成...》，2025.1.20



主要财务指标

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,836	13,074	14,971	16,887	18,890
营业收入增长率	42.19%	10.46%	14.51%	12.80%	11.86%
归母净利润(百万元)	599	854	1,027	1,198	1,390
归母净利润增长率	59.71%	42.58%	20.25%	16.69%	16.06%
摊薄每股收益(元)	0.87	1.23	1.48	1.73	2.01
每股经营性现金流净额	0.75	0.00	1.72	1.52	2.11
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.01%	28.41%	25.46%	22.91%	21.00%
P/E	10.71	18.07	17.31	14.83	12.78
P/B	2.57	5.13	4.41	3.40	2.68

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,324	11,836	13,074	14,971	16,887	18,890	货币资金	1,785	571	517	1,343	1,922	2,964
增长率	3.2%	42.2%	10.5%	14.5%	12.8%	11.9%	应收账款	1,606	908	1,089	1,534	1,777	1,988
主营业务成本	7,480	10,748	11,697	13,145	14,713	16,313	存货	2,509	2,974	5,426	3,652	4,087	4,531
%销售收入	89.9%	90.8%	89.5%	87.8%	87.1%	86.4%	其他流动资产	0	1,761	2,340	2,745	3,147	3,548
毛利	844	1,088	1,378	1,826	2,175	2,577	流动资产	5,900	6,214	9,372	9,273	10,932	13,031
%销售收入	10.1%	9.2%	10.5%	12.2%	12.9%	13.6%	%总资产	92.6%	92.2%	95.5%	95.7%	96.5%	98.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	28	34	78	85	91	-102
销售费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	0.4%	0.5%	0.8%	0.9%	0.8%	-0.8%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	390	353	313	281	253	194
管理费用	0	0	0	374	507	661	非流动资产	470	527	444	419	396	145
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	3.0%	3.5%	%总资产	7.4%	7.8%	4.5%	4.3%	3.5%	1.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	6,371	6,740	9,817	9,692	11,328	13,176
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	2,095	2,480	2,948	3,148	3,248	3,348
息税前利润 (EBIT)	664	915	1,323	1,452	1,668	1,916	应付款项	1,816	1,233	3,420	1,826	2,043	2,266
%销售收入	8.0%	7.7%	10.1%	9.7%	9.9%	10.1%	其他流动负债	165	285	167	344	388	434
财务费用	48	56	208	86	75	67	流动负债	4,076	3,998	6,534	5,318	5,680	6,048
%销售收入	0.6%	0.5%	1.6%	0.6%	0.4%	0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
							其他长期负债	57	47	95	95	95	95
							负债	4,133	4,045	6,629	5,413	5,774	6,143
投资收益	0	0	0	0	0	0	普通股股东权益	2,023	2,494	3,005	4,032	5,230	6,620
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
营业利润	657	935	1,219	1,452	1,668	1,916	未分配利润	750	1,211	1,601	2,628	3,826	5,216
营业利润率	7.9%	7.9%	9.3%	9.7%	9.9%	10.1%	少数股东权益	214	202	182	248	324	413
营业外收支							负债股东权益合计	6,371	6,740	9,817	9,692	11,328	13,176
税前利润	616	859	1,116	1,365	1,593	1,849							
利润率	7.4%	7.3%	8.5%	9.1%	9.4%	9.8%	比率分析						
所得税	151	167	213	273	319	370		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	24.6%	19.4%	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%	每股指标						
净利润	464	692	903	1,092	1,274	1,479	每股收益	0.54	0.87	1.23	1.48	1.73	2.01
少数股东损益	89	94	49	66	76	89	每股净资产	2.93	3.61	4.34	5.83	7.56	9.57
归属于母公司的净利润	375	599	854	1,027	1,198	1,390	每股经营现金净流	-0.58	0.75	0.00	1.72	1.52	2.11
净利率	4.5%	5.1%	6.5%	6.9%	7.1%	7.4%	每股股利	0.20	0.32	0.15	0.00	0.00	0.00
							回报率						
							净资产收益率	18.53%	24.01%	28.41%	25.46%	22.91%	21.00%
							总资产收益率	5.88%	8.88%	8.70%	10.59%	10.57%	10.55%
							投入资本收益率	11.55%	14.24%	17.45%	15.63%	15.16%	14.77%
							增长率						
							主营业务收入增长率	3.23%	42.19%	10.46%	14.51%	12.80%	11.86%
							EBIT 增长率	-15.66%	37.81%	44.66%	9.71%	14.92%	14.87%
							净利润增长率	-46.66%	59.71%	42.58%	20.25%	16.69%	16.06%
							总资产增长率	33.65%	5.81%	45.64%	-1.27%	16.88%	16.31%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	53.8	28.9	17.3	21.4	24.1	24.6
							存货周转天数	91.4	91.8	129.3	124.3	94.7	95.1
							应付账款周转天数	73.0	51.1	71.6	71.8	47.3	47.5
							固定资产周转天数	1.3	0.9	1.6	2.0	1.9	-0.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	16.40%	72.61%	79.23%	44.38%	25.59%	6.80%
							EBIT 利息保障倍数	8.3	5.9	6.4	9.3	10.3	16.6
							资产负债率	64.88%	60.01%	67.53%	55.85%	50.97%	46.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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