

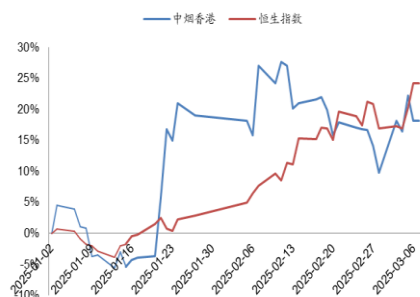
24 年利润高增长，内生外延协同并进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-07

收盘价（港元）	27.35
近 12 个月最高/最低（港元）	29.55/9.61
总股本（百万股）	692
流通股本（百万股）	692
流通股比例（%）	100
总市值（亿港元）	173
流通市值（亿港元）	173

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：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 承载中烟全球化使命，前路星辰大海 2025-02-07

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年年度报告，业绩实现高增长

公司发布 2024 年年度业绩公告，2024 年实现营业收入 130.74 亿港元，同比增长 10.5%；实现归母净利润 8.54 亿港元，同比增长 42.6%，业绩增长主要受卷烟出口业务、烟叶类产品进口业务及巴西经营业务增长所驱动。公司派发全年股息合计每股 0.46 港元，同比增长 43.8%。

● 各业务稳中有升，卷烟出口、烟叶类产品进口及巴西经营业务增长亮眼

分业务来看：（1）**烟叶类产品进口业务**：实现进口数量 111,980 吨，同比下降 4.5%；营业收入 8,254.2 百万港元，同比增长 2.2%；毛利 825.6 百万港元，同比增长 12.7%，主要系：1)本年度到港的毛利率较高的巴西烟叶类产品占比同比提升；2)进口烟叶类产品的整体销售单价较去年提高。（2）**烟叶类产品出口业务**：实现出口数量 83,487 吨，同比增长 18.4%；营业收入 2,061.5 百万港元，同比增长 24.8%；毛利 83.9 百万港元，同比增长 85.8%，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，提升出口数量；2)优化定价策略，增强对供需两端的议价力度。（3）**卷烟出口业务**：实现出口数量 3,339,700 千支，同比增长 19.1%；营业收入 1,573.6 百万港元，同比增长 30.2%；毛利 277.4 百万港元，同比增长 69.1%，主要系：1)积极拓宽经营区域，拓展有税业务，扩大市场覆盖面，积极引入新品卷烟，提升业务发展动能；2)持续优化卷烟业务结构及产品组合，扩大自营业务规模、提升自营业务占比。（4）**新型烟草制品出口业务**：实现出口数量 761,910 千支，同比增长 12.5%；营业收入 135.2 百万港元，同比增长 4.0%；毛利 7.0 百万港元，同比增长 22.9%，主要系：1)聚焦重点品牌培育发展，深挖市场渠道增量空间，重点市场、重点客户订单增加；2)持续优化经营模式，丰富品规组合，完善定价策略，稳步提升盈利水平。（5）**巴西经营业务**：中烟巴西旗下非全资附属公司 CBT 向中国以外地区出口烟叶类产品 31,627 吨，同比下降 2.4%；营业收入 1,049.6 百万港元，同比增长 37.0%；毛利 183.8 百万港元，同比增长 30.3%，主要系：1)本年度销售单价较高的成品片烟销量占比大幅增长；2)巴西烟叶类产品整体销售单价较去年上升。

● 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 2025-2027 年营业总收入为 143.96/156.48/169.00 亿港元，同比增长 10%/9%/8%，归

母净利润为 9.39/10.44/11.71 亿港元，同比增长 10%/11%/12%，截至 2025 年 3 月 6 日，对应 EPS 为 1.36/1.51/1.69 港元，对应 PE 为 20.14/18.12/16.15 倍。维持“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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13074	14396	15648	16900
收入同比(%)	10%	10%	9%	8%
归母净利润	854	939	1044	1171
归母净利润同比(%)	43%	10%	11%	12%
ROE (%)	28.41%	23.81%	20.93%	19.01%
每股收益 (元)	1.23	1.36	1.51	1.69
市盈率 (P/E)	19.31	20.14	18.12	16.15

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 3 月 6 日收盘价计算)

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	9,372	10,170	11,492	12,909					
现金	517	1,250	1,536	2,215					
应收账款及票据	739	800	782	751					
存货	5,426	4,626	4,622	4,560					
其他	2,690	3,494	4,551	5,382					
非流动资产	444	576	591	615					
固定资产	78	86	93	99					
无形资产	313	437	445	463					
其他	53	53	53	53					
资产总计	9,817	10,746	12,083	13,524					
流动负债	6,534	6,464	6,690	6,885					
短期借款	2,948	3,418	3,518	3,618					
应付账款及票据	3,420	2,774	2,882	2,985					
其他	167	272	290	283					
非流动负债	95	95	95	95					
长期债务	0	0	0	0					
其他	95	95	95	95					
负债合计	6,629	6,559	6,785	6,980					
普通股股本	1,404	1,404	1,404	1,404					
储备	1,601	2,541	3,585	4,756					
归属母公司股东权益	3,005	3,945	4,989	6,160					
少数股东权益	182	242	309	383					
股东权益合计	3,187	4,187	5,297	6,543					
负债和股东权益	9,817	10,746	12,083	13,524					

现金流量表					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	0	1,430	1,569	1,743					
净利润	854	939	1,044	1,171					
少数股东权益	49	60	67	75					
折旧摊销	0	84	100	91					
营运资金变动及其他	-903	347	358	406					
投资活动现金流	0	-945	-1,139	-915					
资本支出	0	-215	-115	-115					
其他投资	0	-730	-1,024	-800					
筹资活动现金流	0	247	-143	-150					
借款增加	0	470	100	100					
普通股增加	0	0	0	0					
已付股利	0	0	0	0					
其他	0	-223	-243	-250					
现金净增加额	0	732	287	679					

利润表					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
营业收入	13,074	14,396	15,648	16,900					
其他收入	0	0	0	0					
营业成本	11,697	12,809	13,865	14,924					
销售费用	0	108	114	118					
管理费用	0	79	83	84					
研发费用	0	0	0	0					
财务费用	208	215	224	227					
除税前溢利	1,116	1,235	1,378	1,546					
所得税	213	235	267	300					
净利润	903	999	1,111	1,246					
少数股东损益	49	60	67	75					
归属母公司净利润	854	939	1,044	1,171					
EBIT	1,323	1,450	1,602	1,773					
EBITDA	1,323	1,533	1,702	1,864					
EPS（元）	1.23	1.36	1.51	1.69					

主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	10.46%	10.11%	8.70%	8.00%
归属母公司净利润	42.58%	10.03%	11.15%	12.17%
获利能力				
毛利率	10.54%	11.02%	11.40%	11.69%
销售净利率	6.53%	6.53%	6.67%	6.93%
ROE	28.41%	23.81%	20.93%	19.01%
ROIC	17.45%	15.43%	14.65%	14.06%
偿债能力				
资产负债率	67.53%	61.04%	56.16%	51.62%
净负债比率	76.25%	51.78%	37.40%	21.43%
流动比率	1.43	1.57	1.72	1.87
速动比率	0.60	0.86	1.03	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.58	1.40	1.37	1.32
应收账款周转率	20.84	18.71	19.78	22.04
应付账款周转率	5.03	4.14	4.90	5.09
每股指标（元）				
每股收益	1.23	1.36	1.51	1.69
每股经营现金流	0.00	2.07	2.27	2.52
每股净资产	4.34	5.70	7.21	8.91
估值比率				
P/E	19.31	20.14	18.12	16.15
P/B	5.47	4.80	3.79	3.07
EV/EBITDA	14.25	13.75	12.28	10.90

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 3 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。