

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中烟香港(6055.HK)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 中烟香港：基本盘稳健、内生外延可期

2025年3月8日

**事件：**公司发布2024年年报，全年收入实现130.74亿元（同比+10.5%），归母净利润为8.54亿元（同比+42.6%）；24H2实现收入43.70亿元（同比+6.8%），归母净利润为2.10亿元（同比+48.4%）。收入表现稳健，公司通过优化产品&渠道结构，调整定价策略，盈利能力改善显著，全年毛利率高达10.5%（同比+1.3pct）、24H2毛利率为9.5%（同比+1.1pct）。

**烟叶进口表现平稳、出口底部修复，卷烟&新型烟草表现稳健。分品类来看：**

**烟叶进口：**全年收入为82.54亿元（同比+2.2%），其中销量/均价同比分别-4.5%/+7.0%；单H2收入为14.52亿元（同比-11.0%），其中销量/均价同比分别-28.4%/+24.4%。进口量受配额限制，全年表现稳定，其中高价高毛利巴西烟叶占比提升，驱动整体均价及盈利改善（24年毛利率+0.93pct）。

**烟叶出口：**全年收入为20.62亿元（同比+24.8%），其中销量/均价同比分别+18.4%/+5.4%；单H2收入为11.44亿元（同比+26.3%），其中销量/均价同比分别+26.2%/+0.1%。海外需求底部回暖、下游恢复采购，公司紧抓机遇、积极组建适销货源并调整定价策略，全年量价齐升。

**卷烟出口：**全年收入为15.74亿元（同比+30.2%），其中销量/均价同比分别+19.1%/+9.3%；单H2收入为10.26亿元（同比+6.0%），其中销量/均价同比分别-0.3%/+6.3%。公司成功开拓雪茄及有税市场、持续扩大自营规模，25年有望维系稳健增长。

**新型烟草出口：**全年收入为1.35亿元（同比+4.0%），其中销量/均价同比分别+12.5%/-7.6%；单H2收入为0.92亿元（同比-4.6%），其中销量/均价同比分别+3.1%/-7.5%。公司目前聚焦品牌培育、深挖渠道增量空间，未来伴随全球渗透率提升，有望实现高增。

**巴西经营业务：**全年收入为10.50亿元（同比+37.0%），其中销量/均价同比分别-2.4%/+40.3%；单H2收入为6.56亿元（同比+33.7%），其中销量/均价同比分别+7.1%/+24.9%。公司积极调整产品结构，高单价成品烟片占比提升，驱动均价大幅改善；24H2高价影响逐步弱化、销量重回增长通道，25年有望稳健增长。

**25年展望乐观，内生外延可期。**展望2025年，公司预计1)持续改善盈利能力、保障每股派息金额稳中有升；2)坚持内生外延同步推进、持续聚焦资本运作平台建设；3)动态研判国际形势，保障高性价比优质烟叶的稳定供应、培育新兴市场增长点；4)持续聚焦卷烟品牌发展、优化产品&品牌矩阵，逐步扩大雪茄业务范围&有税市场范围；5)持续推动新型烟草创新发展，提高品牌国际知名度，加速技术创新及产品迭代。

**盈利预测：**公司烟叶进出口经营稳健，卷烟&新型烟草受益于产品&渠道优化、行业结构改变，有望维系稳健增长。此外，公司作为中烟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，肩负资本运作重责，未来

有望加速优质标的收并购进程，长期成长动能充沛。预计 2025-2027 年净利润分别为 9.7、11.2、12.2 亿港元，对应 PE 分别为 19.5X、16.9X、15.5X。

**风险提示：**全球控烟趋严，采购成本提升，新型烟草渗透率提升不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	13074	14732	15979	17400
增长率 YoY %	10%	13%	8%	9%
归属母公司净利润(百万元)	854	969	1121	1223
增长率 YoY%	43%	13%	16%	9%
EPS(摊薄)(元)	1.23	1.40	1.62	1.77
市盈率 P/E(倍)	19.31	17.74	15.33	14.05

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 3 月 7 日收盘价

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	9,372	10,255	12,015	14,527	
现金	517	709	1,216	1,793	
应收账款及票据	739	1,307	1,005	1,207	
存货	5,426	4,693	5,160	6,072	
其他	2,690	3,547	4,634	5,455	
<b>非流动资产</b>	444	444	444	444	
固定资产	78	78	78	78	
无形资产	313	313	313	313	
其他	53	53	53	53	
<b>资产总计</b>	9,817	10,700	12,460	14,971	
<b>流动负债</b>	6,534	6,612	7,192	8,416	
短期借款	2,948	3,500	3,968	4,464	
应付账款及票据	3,420	2,834	2,928	3,661	
其他	167	278	297	291	
<b>非流动负债</b>	95	95	95	95	
长期债务	0	0	0	0	
其他	95	95	95	95	
<b>负债合计</b>	6,629	6,707	7,287	8,511	
普通股股本	1,404	1,404	1,404	1,404	
储备	1,601	2,356	3,477	4,700	
<b>归属母公司股东权益</b>	3,005	3,760	4,880	6,104	
少数股东权益	182	233	292	356	
<b>股东权益合计</b>	3,187	3,993	5,173	6,460	
负债和股东权益	9,817	10,700	12,460	14,971	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	0	830	1,308	1,141	
净利润	854	969	1,121	1,223	
少数股东权益	49	51	59	64	
折旧摊销	0	0	0	0	
营运资金变动及其他	-903	-190	129	-147	
<b>投资活动现金流</b>	0	-751	-1,008	-765	
资本支出	0	0	0	0	
其他投资	0	-751	-1,008	-765	
<b>筹资活动现金流</b>	0	112	207	201	
借款增加	0	552	468	496	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	-440	-261	-295	
其他	0	0	0	0	
<b>现金净增加额</b>	0	192	507	576	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	13,074	14,732	15,979	17,400	
其他收入	0	0	0	0	
<b>营业成本</b>	11,697	13,085	14,083	15,321	
销售费用	0	0	0	0	
管理费用	0	0	0	0	
研发费用	0	0	0	0	
财务费用	208	226	261	295	
<b>除税前溢利</b>	1,116	1,275	1,475	1,609	
所得税	213	255	295	322	
<b>净利润</b>	903	1,020	1,180	1,287	
少数股东损益	49	51	59	64	
<b>归属母公司净利润</b>	854	969	1,121	1,223	
<b>EBIT</b>	1,323	1,500	1,736	1,904	
<b>EBITDA</b>	1,323	1,500	1,736	1,904	
<b>EPS (元)</b>	1.23	1.40	1.62	1.77	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>成长能力</b>					
营业收入	10.46%	12.68%	8.46%	8.89%	
归属母公司净利润	42.58%	13.48%	15.70%	9.12%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	10.54%	11.18%	11.87%	11.95%	
销售净利率	6.53%	6.58%	7.01%	7.03%	
ROE	28.41%	25.77%	22.97%	20.04%	
ROIC	17.45%	16.02%	15.20%	13.95%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.53%	62.68%	58.49%	56.85%	
净负债比率	76.25%	69.90%	53.20%	41.35%	
流动比率	1.43	1.55	1.67	1.73	
速动比率	0.60	0.84	0.95	1.00	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.58	1.44	1.38	1.27	
应收账款周转率	20.84	14.41	13.82	15.73	
应付账款周转率	5.03	4.18	4.89	4.65	
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.23	1.40	1.62	1.77	
每股经营现金流	0.00	1.20	1.89	1.65	
每股净资产	4.34	5.44	7.06	8.82	

## 研究团队简介

姜文锜，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于浙商证券、国盛证券，任职团队曾多次上榜新财富最佳分析师，带领团队获 2023 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

曹馨茗，本科毕业于中央财经大学，硕士毕业于圣路易斯华盛顿大学。曾就职于保险资管、国盛证券研究所，有 3 年左右行业研究经验，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩。2024 年加入信达证券研究开发中心。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。