

2025年3月7日
中烟香港 (6055.HK)

净利率持续提升

事件：中烟香港实现收入 13,074.2 百万港元，同比增长 10.5%；年内利润 902.8 百万港元，同比增长 30.4%。我们预计 25/26/27 年净利润为 9.6/10.2/10.8 亿元，对应每 EPS 收益为 1.32/1.40/1.48 港元。维持“买入”评级，上调目标价至 29.2 港元，较当前股价有 19% 上涨空间。

报告摘要

烟叶进口业务稳健增长。2024 年实现营业收入 82.54 亿港元，同比增长 2.2%，毛利润为 8.26 亿港元，同比增长 12.7%，毛利率 10.0%，同比提高了 0.9pct。毛利率的提升主要来自毛利率较高的巴西业务占比提升，不过下半年由于巴西洪水影响，使得巴西的原材料采购成本上升，下半年烟叶进口业务的毛利率回落到 5.6%。2024 年烟叶类产品进口数量为 111,980 吨，同比下降 4.5%。单位销售价格为 73726 港元/吨，同比上涨了 6.9%，主要是天气因素带来减产，使得烟叶价格上升。随着极端天气过去，全球供应压力有望缓解，烟叶价格可能会回落。

卷烟出口毛利率持续提升。2024 年实现营业收入 15.74 亿港元，同比增长 30.2%，毛利润为 2.77 亿港元，同比增长 69.1%，毛利率 17.6%，同比提高了 4.0pct，主要受益于毛利率更高的自营渠道占比提高，以及自营产品占比提高。全年销量 33.4 亿支，同比增长 19.1%，上半年增长较为强劲，下半年销量略微下滑 0.3%。销售均价为 9.42 港元/20 支，同比上涨了 9.3%。我们认为随着跨境客流的增长，以及公司在海外非免税市场的拓展，未来卷烟出口业务仍将保持稳健增长，并且毛利率仍有提升的空间。

烟叶类产品出口持续增长。2024 年实现营业收入 20.62 亿港元，同比增长 24.8%，毛利润为 0.84 亿港元，同比增长 85.8%，毛利率 4.1%，同比提高了 1.4pct。全年销量 83,487 吨，同比增长 18.4%，销售均价 24698 港元/吨，同比上涨了 5.4%。

新型烟草制品出口业务平稳发展。2024 年实现营业收入 1.35 亿港元，同比增长 4.0%，毛利润为 0.07 亿港元，同比增长 23.2%，毛利率 5.2%，同比提升 0.8pct。全年销量 7.6 亿支，同比增长 12.5%。销售均价为 3.55 港元/20 支，同比下降 7.6%。

巴西业务快速增长。2024 年实现营业收入 10.50 亿港元，同比增长 37.0%，毛利润为 1.84 亿港元，同比增长 30.2%，毛利率 17.5%，同比降低了 0.9pct。全年销量 31,627 吨，同比下降 2.4%。销售均价 33187 港元/吨，同比上涨了 40.3%。24 年由于巴西洪水的原因，成本面临上涨压力，预计今年将得到缓解。

公司派发期末股息，每股 0.31 港元，叠加中期股息，全年共发放每股股息 0.46 港元，派息率 37%，对应当前股价的股息率为 1.9%。

综合来看，我们认为烟叶的价格可能触顶回落，对烟叶的进出口业务带来一些压力，但是卷烟出口、新烟出口和巴西业务将保持收入和利润率的持续增长。我们预计 25/26/27 年净利润为 9.6/10.2/10.8 亿元，对应每 EPS 收益为 1.32/1.40/1.48 港元。维持“买入”评级，上调目标价至 29.2 港元，较当前股价有 19% 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。

(转下页...)

公司动态分析

证券研究报告

烟草

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

29.2 港元

股价 2025-3-7

24.85 港元

总市值(亿港元)	171.88
流通市值(亿港元)	171.88
总股本(亿股)	6.92
流通股本(亿股)	6.92
12 个月低/高(港元)	21.3/30.3
平均成交(百万港元)	0.74

股东结构 (截止 2024-6-30)

中烟国际	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	-23.26	-28.02	116.18
绝对收益	-7.28	-6.05	164.35

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

港元百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,324	11,836	13,074	13,140	13,671	14,155
增长率(%)		42.19%	10.46%	0.50%	4.04%	3.54%
净利润	464	692	903	960	1,021	1,076
增长率(%)		49.16%	30.39%	6.38%	6.32%	5.39%
毛利率(%)	10.14%	9.19%	10.54%	11.21%	11.41%	11.57%
净利润率(%)	5.58%	5.85%	6.91%	7.31%	7.47%	7.60%
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.23	1.32	1.40	1.48
每股净资产(港元)	3.24	3.90	4.61	5.54	6.53	7.56
市盈率	45.2	28.3	19.8	18.6	17.5	16.6
市净率	7.6	6.3	5.3	4.4	3.8	3.2
股息率	1.8%	3.3%	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%
净资产收益率(%)	21.99%	28.07%	30.69%	27.37%	24.48%	22.09%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

港元百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,324	11,836	13,074	13,140	13,671	14,155
YoY		42.2%	10.5%	0.5%	4.0%	3.5%
营业成本	-7,480	-10,748	-11,697	-11,667	-12,111	-12,517
毛利	844	1,088	1,378	1,473	1,560	1,638
毛利率	10.1%	9.2%	10.5%	11.2%	11.4%	11.6%
管理费用	-187	-153	-158	-210	-219	-226
占收入比例	-2.2%	-1.3%	-1.2%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
财务费用	-85	-167	-224	-197	-205	-212
占收入比例	-1.0%	-1.4%	-1.7%	-1.5%	-1.5%	-1.5%
其他收入/支出	44	91	120	121	126	130
占收入比例	0.5%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
除税前溢利	616	859	1,116	1,187	1,262	1,330
所得税	-151	-167	-213	-226	-241	-254
所得税率	24.6%	19.4%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%
净利润(含少数股东权益)	464	692	903	960	1,021	1,076
净利率	5.6%	5.8%	6.9%	7.3%	7.5%	7.6%
少数股东损益	89	94	49	49	51	53
净利润(不含少数股东权益)	375	599	854	911	970	1,023
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.23	1.32	1.40	1.48
市盈率(倍)	45.2	28.3	19.8	18.6	17.5	16.6

数据来源：公司财报，国证国际预测

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 23.2x。考虑中烟香港的特许经营地位和行业前景，我们给与 22x PE。2025 年预测 EPS 为 1.32 港元，对应股价测算为 29 港元。

用 DCF 方式估算时，我们给予 WACC 为 8.3%，同时，长期给予 2%的增速。合理市值为 203 亿港元，对应价格为 29.4 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司目标价为 29.2 港元，较最新的收盘价有 19% 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	738	HKD	27.2	17.8	15.3	19.2	25.7	27.1	41.4	48.4	38.3	28.7
yoy				-53%	-34%	-14%	26%	34%					
露芯科技	RLX. N	30	USD	2.0	0.7	0.8	1.0	1.2	14.9	40.3	38.5	30.6	24.6
yoy				-29%	-63%	5%	26%	24%					
菲利普莫里斯国际	PM. N	2,347	USD	90.5	78.1	70.3	109.5	120.0	25.9	30.0	33.4	21.4	19.6
yoy				0%	-14%	-10%	56%	10%					
英美烟草	BTI. N	896	USD	86.1	-185.7	39.6	80.1	83.3	10.4	N/A	22.6	11.2	10.8
yoy				-2%	N/A	N/A	102%	4%					
日本烟草	2914. T	77,260	JPY	4,427.2	4,822.9	4,633.7	5,289.9	5,621.0	17.5	16.0	16.7	14.6	13.7
yoy				31%	9%	-4%	14%	6%					
环球烟草	UVV. N	14	USD	0.9	1.2	1.2			15.6	10.9	11.3		
yoy				-1%	43%	-4%							
平均估值									18.6	27.7	28.5	23.2	19.5

注：时间截止2025/3/7，预测值为Bloomberg一致预测

资料来源：Bloomberg，国证国际证券研究

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)				
PE		1.07	1.19	1.32	1.45	1.59
	12.0	12.8	14.2	15.8	17.4	19.1
	17.0	18.1	20.2	22.4	24.6	27.1
	22.0	23.5	26.1	29.0	31.9	35.1
	27.0	28.8	32.0	35.6	39.1	43.0
	32.0	34.1	37.9	42.1	46.4	51.0

数据来源: 公司年报, 国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	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	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	8,324	11,836	13,074	13,140	13,671	14,155	14,840					
增长率%		42.2%	10.5%	0.5%	4.0%	3.5%	4.8%					
EBIT	701	1,026	1,340	1,384	1,467	1,542	1,641					
增长率%		46.5%	30.5%	3.3%	6.0%	5.1%	6.4%					
EBIT率%	8.4%	8.7%	10.2%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%					
有效税率%	24.6%	19.4%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%					
EBIT x (1-有效税率)	528	827	1,084	1,120	1,187	1,248	1,328					
+ 折旧	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	-911	-238	-399	889	-80	-73	-104					
- 资本支出	-	-16	-	-	-	-	-					
自由现金流, FCF	-332	624	685	2,009	1,107	1,175	1,225	1,249	1,274	1,300	1,326	1,352
增长率%		-287.8%	9.8%	193.0%	-44.9%	6.1%	4.2%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8
折现因子				1.0000	0.9234	0.8526	0.7873	0.7269	0.6712	0.6198	0.5723	0.5284
FCF现值				2,009	1,022	1,002	964	908	855	805	759	715
FY2025-33 FCF现值总额				9,039								
永续期价值现值				11,568								
企业价值				20,607								
- 净负债				-90								
- 少数股东权益				-182								
DCF 估值 (HKD 000)				20,334								
假设:												
WACC				8%								
短期增长率				2%								
永续增长率				2%								

资料来源: 国证国际研究预测

3. 风险提示

行业竞争加剧、消费意愿不及预期、发生严重的食品安全问题。

附表：财务报表预测
资产负债表

港元百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	2,332	2,858	4,389	4,993	5,637
应收、预付及其他应收	908	1,056	1,080	1,124	1,163
存货	2,974	5,426	2,877	2,986	3,086
其他流动资产	-0	33	33	33	33
流动资产总额	6,214	9,372	8,379	9,136	9,920
物业、厂房及设备	43	78	78	78	78
使用权资产	-	-	-	-	-
于联营及合营企业投资	-	-	-	-	-
无形资产	131	100	100	100	100
商誉	213	213	213	213	213
递延税项资产	81	16	16	16	16
其他非流动资产	59	37	37	37	37
非流动资产总额	527	444	444	444	444
总资产	6,740	9,817	8,823	9,580	10,364
贸易应付款项	1,438	3,553	1,918	1,991	2,058
其他应付及合同负债	-	-	-	-	-
短期有息债务	2,480	2,948	2,948	2,948	2,948
应付即期税项	67	24	24	24	24
租赁负债	9	10	10	10	10
其他流动负债	3	-	-	-	-
流动负债总额	3,998	6,534	4,899	4,972	5,039
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1	23	23	23	23
递延税项负债	47	68	68	68	68
其他	-	4	4	4	4
非流动负债总额	47	95	95	95	95
总负债	4,045	6,629	4,994	5,067	5,133
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
储备	1,090	1,601	2,194	2,827	3,491
少数股东权益	202	182	231	283	336
总股东权益	2,695	3,187	3,829	4,513	5,231

现金流量表

港元百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT	1,026	1,340	1,384	1,467	1,542
营运资本变动	-238	-399	889	-80	-73
折旧及摊销	-215	-213	-226	-241	-254
其他	-55	-	-	-	-
经营性现金流净额	518	728	2,046	1,146	1,215
资本开支	-16	-	-	-	-
其他	-1,683	-	-	-	-
投资性现金流净额	-1,699	-	-	-	-
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-247	-211	-318	-337	-359
新增债务	356	467	-	-	-
财务费用	-125	-224	-197	-205	-212
其他	-11	-	-	-	-
筹资性现金流净额	-27	32	-515	-542	-571
现金净变动	-1,208	760	1,531	604	644
现金期初余额	1,785	2,332	2,858	4,389	4,993
现金期末余额	577	3,092	4,389	4,993	5,637

数据来源：公司财报，国证国际预测

利润表

港元百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,836	13,074	13,140	13,671	14,155
营业成本	-10,748	-11,697	-11,667	-12,111	-12,517
毛利	1,088	1,378	1,473	1,560	1,638
管理费用	-153	-158	-210	-219	-226
财务费用	-167	-224	-197	-205	-212
其他收入/支出	91	120	121	126	130
除税前利润	859	1,116	1,187	1,262	1,330
所得税	-167	-213	-226	-241	-254
净利润	692	903	960	1,021	1,076
归属母公司净利润	599	854	911	970	1,023
每股收益(港元)	0.87	1.23	1.32	1.40	1.48
EBIT	1,026	1,340	1,384	1,467	1,542

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率					
营业收入增长率 (%)		10.5%	0.5%	4.0%	3.5%
除税前利润增长率 (%)		29.9%	6.4%	6.3%	5.4%
净利润增长率 (%)		30.4%	6.4%	6.3%	5.4%
盈利能力					
毛利率 (%)	9.2%	10.5%	11.2%	11.4%	11.6%
净利率 (%)	5.8%	6.9%	7.3%	7.5%	7.6%
ROE (%)	28.1%	30.7%	27.4%	24.5%	22.1%

偿债能力

资产负债率 (%)	60.0%	67.5%	56.6%	52.9%	49.5%
流动比率 (x)	1.55	1.43	1.71	1.84	1.97
利息覆盖倍数 (x)	6.13	5.98	7.02	7.15	7.26

营运能力

存货周转天数	93	131	90	90	90
应收账款周转天数	39	27	30	30	30
应付账款周转天数	57	78	60	60	60

每股资料

每股收益(港元)	0.87	1.23	1.32	1.40	1.48
每股净资产(港元)	3.90	4.61	5.54	6.53	7.56
每股经营现金流(港元)	0.75	1.05	2.96	1.66	1.76

估值比率

PE	28.30	19.85	18.60	17.47	16.57
PB	6.29	5.32	4.43	3.75	3.24

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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,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、意见及推测反映国证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。国证国际,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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际,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),国证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。

收件人应注意国证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,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证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。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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