

# FY24 业绩高增，外延并购仍值得期待

## 核心观点

2024 年公司实现收入 130.74 亿港元/+10.5%，归母净利润 8.54 亿港元/+42.6%，毛利率 10.5%/+1.3pct，净利率 6.9%/+1.1pct。24H2 公司实现收入 43.70 亿港元/+6.8%，归母净利润 2.10 亿港元/+48.3%，毛利率 9.5%/+1.1pct，净利率 5.1%/+0.7pct。公司烟叶基本盘业务稳健，持续完善优质烟叶原料保障体系，发挥压舱石作用；卷烟、新烟业务积极拓展，卷烟自营模式占比提升增强公司盈利能力。拉长周期看，2019-2024 年公司收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.8%、21.8%，营收保持稳健增长，盈利能力持续提升。展望未来，公司坚持“中烟国际集团境外资本市场运作及国际业务拓展平台”战略定位，内生与外延协同并进，跨越式发展可期。

## 事件

公司发布 2024 年度业绩公告。2024 年公司实现收入 130.74 亿港元/+10.5%，归母净利润 8.54 亿港元/+42.6%，EPS 为 1.23 港元/+42.6%，董事会建议派发末期股息每股 0.31 港元，加上中期股息每股 0.15 港元，全年股息合计每股 0.46 港元/+43.8%，现金分红比例 37.4%。

## 简评

营收稳健增长，盈利表现优异。2024 年公司实现收入 130.74 亿港元/+10.5%，归母净利润 8.54 亿港元/+42.6%；2024 年下半年收入 43.70 亿港元/+6.8%，归母净利润 2.10 亿港元/+48.3%。盈利能力方面，2024 年毛利率 10.5%/+1.3pct，净利率 6.9%/+1.1pct；2024 年下半年毛利率 9.5%/+1.1pct，净利率 5.1%/+0.7pct。拉长时间周期看，2019-2024 年公司收入、归母净利润 CAGR 分别为 7.8%、21.8%，营收保持稳健增长，盈利能力持续提升。

烟叶基本盘业务稳健，卷烟、新烟积极拓展。

1) 烟叶进口业务 (2024 年收入占比 63.1%、毛利占比 59.9%)：2024 年收入 82.54 亿港元/+7.1%，毛利率 10.0%/+0.9pct，进口量 11.2 万吨/-4.5%，进口均价 7.37 万港元/吨，同比+6.9%。全年来看，收入增长、毛利率提升系毛利率较高的巴西烟叶类产品较去年同期提升、烟叶整体销售单价较去年提高。2024 年下半年烟叶进口收入 14.52 亿港元/-11.0%，毛利率 5.6%/-1.9pct，进

## 中烟香港 (6055.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 03 月 11 日

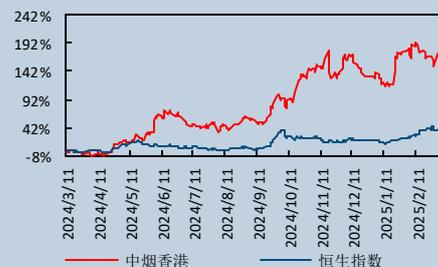
当前股价：24.40 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-17.01/-29.55	-10.79/-27.29	151.03/105.59
12 月最高/最低价 (港元)			29.55/9.99
总股本 (万股)			69,168.00
流通 H 股 (万股)			69,168.00
总市值 (亿港元)			168.77
流通市值 (亿港元)			168.77
近 3 月日均成交量 (万)			284.98
主要股东			
中烟国际集团有限公司			72.29%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】中烟香港 (6055):成长三部曲,基本盘+弹性点+并购整合共振  
24.12.18

口量 1.6 万吨/-28.4%，进口均价 8.82 万港元/吨，同比+24.4%。24H2 烟叶进口量下降主要系气候、船运等季节性因素影响，巴西等产区烟叶减产、收购价和销售价均有所增长。展望未来，公司加强烟叶资源供需匹配能力，持续完善优质烟叶原料保障体系，发挥压舱石作用。

**2) 卷烟出口业务 (2024 年收入占比 12.0%、毛利占比 20.1%)**: 2024 年收入 15.74 亿港元/+30.2%，毛利率 17.6%/+4.1pct，出口量 33.4 亿支/+19.1%，销售均价 0.47 港元/支，同比+9.3%。全年来看，卷烟自营业务占比提升、有税市场业务开拓初见成效，推动收入、毛利快速增长。24H2 卷烟出口收入 10.26 亿港元/+6.0%，毛利率 15.2%/+2.1pct，出口量 22.3 亿支/-0.3%，销售均价 0.46 港元/支，同比+6.3%。下半年卷烟出口稳健增长，与出入境客流情况匹配。

**3) 巴西经营业务 (2024 年收入占比 8.0%、毛利占比 13.3%)**: 2024 年收入 10.50 亿港元/+37.0%，毛利率 17.5%/-0.9pct，销售量 3.2 万吨/-2.4%，销售均价 3.32 万港元/吨，同比+40.3%。24H2 巴西经营业务收入 6.56 亿港元/+33.7%，毛利率 17.7%/+4.0pct，销售量 1.9 万吨/+7.1%，销售均价 3.37 万港元/吨，同比+24.9%。2024 年巴西经营业务中成品片烟销量占比大幅增长，导致销售均价增长、毛利率回落。展望未来，公司将继续聚焦核心资源掌控、拓宽巴西烟叶销售渠道、提升 ESG 综合水平。

**4) 烟叶出口业务 (2024 年收入占比 15.8%、毛利占比 6.1%)**: 2024 年收入 20.62 亿港元/+24.8%，毛利率 4.1%/+1.3pct，出口量 8.3 万吨/+18.4%，出口均价 2.47 万港元/吨，同比+5.4%。24H2 烟叶出口收入 11.44 亿港元/+26.3%，毛利率 4.9%/+2.2pct，出口量 4.9 万吨/+26.2%，出口均价 2.32 万港元/吨，同比+0.1%。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，拓展市场渠道，优化定价策略，增强对供需两端的议价能力，推动烟叶产品出口收入及毛利率大幅增长。

**5) 新型烟草出口业务 (2024 年收入占比 1.0%、毛利占比 0.5%)**: 2024 年收入 1.35 亿港元/+4.0%，毛利率 5.2%/+0.8pct，出口量 7.62 亿支/+12.5%，出口均价 0.18 港元/支，同比-7.6%。24H2 新型烟草出口收入 9167 万港元/-4.6%，毛利率 5.4%/+0.8pct，出口量 5.27 亿支/+3.1%，出口均价 0.17 港元/支，同比-7.5%。公司聚焦重点市场，扩大品牌影响力，提升盈利水平。

**坚持“境外资本市场运作及国际业务拓展平台”战略定位，内生外延协同并进。**展望 2025 年，公司将继续坚持“中烟国际集团境外资本市场运作及国际业务拓展平台”战略定位，坚持内生与外延协同并进，持续聚焦资本运作平台建设，主动寻找、筛选及跟踪与集团发展战略契合的优质标的，适时开展投资并购，努力实现跨越式发展。

**盈利预测**: 我们预计中烟香港 2025-2027 年营业收入分别为 143.7、156.8、170.7 亿港元，同比分别增长 9.9%、9.2%、8.8%，归母净利润分别为 9.51、10.53、11.54 亿港元，同比分别增长 11.4%、10.7%、9.6%（注：以上盈利预测未考虑外延并购），对应最新市值（2025 年 3 月 10 日收盘）的 PE 分别为 17.7x、16.0x、14.6x，维持“买入”评级。

**风险提示**: **1) 境外并购整合进展不及预期**: 公司定位为中烟国际集团的国际业务拓展和资本运作平台，外延拓展和资产整合是公司的重要战略方向，2021 年公司成功收购中烟巴西，若后续资产整合进度不及预期，或影响公司成长性 & 估值。**2) 国际贸易环境变动风险**: 公司主营业务为烟叶进出口、卷烟出口及新型烟草出口，由于烟草制品的特殊性，在国际贸易中与关税、消费税等税收政策以及政府控烟政策紧密相关，若国际贸易环境或者贸易政策发生变化，或将影响公司业绩表现。**3) 卷烟出口自营比例提升或经营地区拓展不及预期**: 公司积极推动卷烟出口业务自营占比提升，以增强盈利能力，若卷烟出口自营比例提升或经营地区拓展不及预期，则将影响公司业绩成长性。

**图表1：中烟香港收入与毛利拆分预测**

单位：百万港元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,064	8,324	11,836	13,074	14,365	15,680	17,065
yoy	131.7%	3.2%	42.2%	10.5%	9.9%	9.2%	8.8%
毛利	445	806	1,088	1,378	1,592	1,812	2,027
毛利率	5.5%	9.7%	9.19%	10.54%	11.1%	11.6%	11.9%
<b>分业务</b>							
烟叶进口 (百万港元)	5,178	5,425	8,079	8,254	9,014	9,796	10,595
yoy	283.3%	4.8%	48.9%	2.2%	9.2%	8.7%	8.2%
进口数量 (万吨)	9.7	9.2	11.7	11.2	11.8	12.3	12.8
yoy	332.9%	-5.4%	27.5%	-4.5%	5.0%	4.5%	4.0%
均价 (百港元/吨)	532	590	689	737	767	797	829
yoy	-11.4%	10.8%	16.8%	6.9%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利 (百万港元)	316	621	732	826	901	980	1060
yoy	328.2%	96.6%	17.9%	12.7%	9.2%	8.7%	8.2%
毛利率	6.10%	11.45%	9.07%	10.00%	10.0%	10.0%	10.0%
烟叶出口 (百万港元)	2,297	2,122	1,652	2,062	2,271	2,479	2,705
yoy	18.8%	-7.6%	-22.2%	24.8%	10.2%	9.1%	9.1%
出口数量 (万吨)	10.2	9.6	7.1	8.3	9.0	9.6	10.3
yoy	24.0%	-6.0%	-26.2%	18.4%	8.0%	7.0%	7.0%
均价 (百港元/吨)	226	222	234	247	252	257	262
yoy	-4.2%	-1.7%	5.5%	5.4%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利 (百万港元)	63	56	45	84	102	124	141
yoy	37.1%	-11.5%	-18.9%	85.9%	21.9%	21.3%	13.5%
毛利率	2.73%	2.62%	2.73%	4.07%	4.50%	5.00%	5.20%
卷烟出口 (百万港元)	173	124	1,209	1,574	1,751	1,940	2,149
yoy	9.6%	-28.5%	875.5%	30.2%	11.3%	10.8%	10.8%
出口数量 (百万支)	464	383	2804	3340	3540	3735	3940
yoy	8.1%	-17.5%	631.5%	19.1%	6.0%	5.5%	5.5%
均价 (港元/支)	0.37	0.32	0.43	0.47	0.49	0.52	0.55
yoy	1.4%	-13.3%	33.4%	9.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利 (百万港元)	12	13	164	277	368	466	559
yoy	-31.6%	10.3%	1171.3%	69.2%	32.6%	26.6%	20.0%
毛利率	6.76%	10.41%	13.57%	17.63%	21.0%	24.0%	26.0%
新型烟草制品 (百万港元)	102	110	130	135	151	168	187
yoy	165.3%	8.4%	18.1%	4.0%	12.0%	11.0%	11.0%
出口数量 (百万支)	455	502	677	762	853	947	1051
yoy	175.6%	10.5%	34.8%	12.5%	12.0%	11.0%	11.0%
均价 (港元/支)	0.22	0.22	0.19	0.18	0.18	0.18	0.18
yoy	-3.8%	-1.9%	-12.4%	-7.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (百万港元)	3	3	6	7	8	9	11
yoy	209.1%	-5.9%	78.1%	23.3%	16.4%	15.1%	12.0%
毛利率	3.35%	2.91%	4.38%	5.20%	5.40%	5.60%	5.65%
巴西经营业务 (百万港元)	315	543	766	1,050	1,178	1,297	1,429
yoy		72.6%	41.1%	37.0%	12.2%	10.2%	10.2%
出口数量 (万吨)	2.2	2.9	3.2	3.2	3.5	3.8	4.1
yoy		33.0%	10.8%	-2.4%	10.0%	8.0%	8.0%
均价 (百港元/吨)	143	186	237	332	339	345	352
yoy		29.8%	27.4%	40.3%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利 (百万港元)	51	114	141	184	212	234	257
yoy		121.2%	24.2%	30.3%	15.3%	10.2%	10.2%
毛利率	16.30%	20.89%	18.40%	17.51%	18.0%	18.0%	18.0%

资料来源：公司公告，中信建投预测

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>6,214</b>	<b>9,372</b>	<b>10,206</b>	<b>11,765</b>	<b>13,417</b>
现金	571	517	2,365	3,234	4,151
应收票据及应收账款合计	516	739	1,274	1,391	1,513
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	317	266	326	356	387
存货	2,974	5,426	4,581	4,974	5,394
其他流动资产	1,836	2,424	1,660	1,811	1,971
<b>非流动资产</b>	<b>527</b>	<b>444</b>	<b>460</b>	<b>736</b>	<b>1,112</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	78	71	64	56
无形资产	131	100	84	67	50
其他非流动资产	352	266	306	606	1,006
<b>资产总计</b>	<b>6,740</b>	<b>9,817</b>	<b>10,666</b>	<b>12,502</b>	<b>14,529</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,998</b>	<b>6,534</b>	<b>6,684</b>	<b>7,746</b>	<b>8,925</b>
短期借款	2,480	2,948	3,648	4,448	5,348
应付票据及应付账款合计	1,233	3,420	2,767	3,004	3,257
其他流动负债	285	167	270	294	320
<b>非流动负债</b>	<b>47</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>	<b>95</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	95	95	95	95
<b>负债合计</b>	<b>4,045</b>	<b>6,629</b>	<b>6,779</b>	<b>7,841</b>	<b>9,020</b>
少数股东权益	202	182	232	288	348
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
资本公积	1,090	1,601	1,601	1,601	1,601
留存收益	0	0	649	1,368	2,156
归属母公司股东权益	2,494	3,005	3,654	4,373	5,161
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,740</b>	<b>9,817</b>	<b>10,666</b>	<b>12,502</b>	<b>14,529</b>

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>518</b>	<b>-</b>	<b>1,596</b>	<b>812</b>	<b>920</b>
净利润	692	903	1,001	1,109	1,215
折旧摊销	51	-	24	24	24
财务费用	167	224	213	226	263
其他经营现金流	-393	-1,127	357	-546	-582
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,699</b>	<b>-</b>	<b>67</b>	<b>-183</b>	<b>-273</b>
资本支出	26	-47	40	300	400
其他投资现金流	-1,725	47	27	-483	-673
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-27</b>	<b>-</b>	<b>-432</b>	<b>240</b>	<b>271</b>
短期借款	385	467	700	800	900
长期借款	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-412	-467	-1,132	-560	-629
<b>现金净增加额</b>	<b>-1,208</b>	<b>-</b>	<b>1,847</b>	<b>869</b>	<b>918</b>

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>11,836</b>	<b>13,074</b>	<b>14,365</b>	<b>15,680</b>	<b>17,065</b>
营业成本	10,748	11,697	12,774	13,868	15,039
行政及其他开支	153	158	273	361	420
管理费用	0	0	0	0	0
融资成本	167	224	213	226	263
投资收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>768</b>	<b>995</b>	<b>1,105</b>	<b>1,226</b>	<b>1,344</b>
其他非经营损益	91	120	132	144	157
<b>利润总额</b>	<b>859</b>	<b>1,116</b>	<b>1,237</b>	<b>1,370</b>	<b>1,502</b>
所得税	167	213	236	261	286
<b>净利润</b>	<b>692</b>	<b>903</b>	<b>1,001</b>	<b>1,109</b>	<b>1,215</b>
少数股东损益	94	49	50	55	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>599</b>	<b>854</b>	<b>951</b>	<b>1,053</b>	<b>1,154</b>
EBITDA	1,078	1,340	1,475	1,620	1,788
EPS (元)	0.87	1.23	1.38	1.52	1.67

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	42.2	10.5	9.9	9.2	8.8
归母净利润(%)	59.7	42.6	11.4	10.7	9.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.2	10.5	11.1	11.6	11.9
净利率(%)	5.8	6.9	7.0	7.1	7.1
所得税(%)	19.4	19.1	19.1	19.1	19.1
ROE(%)	24.0	28.4	26.0	24.1	22.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	60.0	67.5	63.6	62.7	62.1
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.2	0.6	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.3	1.3	1.3	1.2
应收账款周转率	22.9	17.7	11.3	11.3	11.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.23	1.38	1.52	1.67
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.34	5.28	6.32	7.46
<b>估值比率</b>					
P/E	28.2	19.8	17.7	16.0	14.6
P/B	6.3	5.3	4.3	3.6	3.1

资料来源: 公司公告, 中信建投预测

## 分析师介绍

### 叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

### 张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、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,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk