

各业务稳步推进，持续拓展卷烟进出口业务

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-08

收盘价（港元）	21.20
近 12 个月最高/最低（港元）	29.55/10.00
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）	147
流通市值（亿港元）	147

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
2. 24 年利润高增长，内生外延协同并进 2025-03-07

主要观点：

● 事件：公司发布有关独家卷烟出口业务的采购交易的最新进展公告

1) 随着卷烟出口业务的扩张，2025 年 4 月 3 日，公司已按与原订约方订立框架协议之相同条款及条件，与后续订约方之一蒙昆公司订立框架协议。2) 公司已向联交所申请，而联交所已同意授出现有豁免的修订，以涵盖与后续订约方订立的框架协议，豁免严格遵守有关年度上限及独立股东批准的规定，且该等交易的期限应属无限期，惟须受现有豁免的相同条件所规限。

● 积极丰富及优化产品组合，卷烟出口业务稳中有升

卷烟出口业务为公司的主要业务之一，2024 年，公司实现卷烟出口数量 3,339,700 千支，同比增长 19.1%；卷烟出口营业收入 1,573.6 百万港元，同比增长 30.2%，占总收入的 12%；卷烟出口毛利 277.4 百万港元，同比增长 69.1%，占总毛利的 20%。2024 年公司卷烟业务增长主要系：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。公司自上市后积极扩大独家卷烟出口业务的市场覆盖，包括持续努力丰富及优化公司的产品组合、推出和推广新产品、扩大现有销售渠道的范围、专注于品牌培育并扩大自营业务的规模等。

● 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 4 月 8 日，对应 EPS 为 1.36/1.51/1.69 港元，对应 PE 为 14.74/13.26/11.82 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)	18.24	14.74	13.26	11.82

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 8 日收盘价计算)

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万港元					单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,372	10,170	11,492	12,909	营业收入	13,074	14,396	15,648	16,900
现金	517	1,250	1,536	2,215	其他收入	0	0	0	0
应收账款及票据	739	800	782	751	营业成本	11,697	12,809	13,865	14,924
存货	5,426	4,626	4,622	4,560	销售费用	0	108	114	118
其他	2,690	3,494	4,551	5,382	管理费用	0	79	83	84
非流动资产	444	576	591	615	研发费用	0	0	0	0
固定资产	78	86	93	99	财务费用	208	215	224	227
无形资产	313	437	445	463	除税前溢利	1,116	1,235	1,378	1,546
其他	53	53	53	53	所得税	213	235	267	300
资产总计	9,817	10,746	12,083	13,524	净利润	903	999	1,111	1,246
流动负债	6,534	6,464	6,690	6,885	少数股东损益	49	60	67	75
短期借款	2,948	3,418	3,518	3,618	归属母公司净利润	854	939	1,044	1,171
应付账款及票据	3,420	2,774	2,882	2,985					
其他	167	272	290	283	EBIT	1,323	1,450	1,602	1,773
非流动负债	95	95	95	95	EBITDA	1,323	1,533	1,702	1,864
长期债务	0	0	0	0	EPS (元)	1.23	1.36	1.51	1.69
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					主要财务比率				
单位:百万港元					会计年度				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	0	1,430	1,569	1,743	成长能力				
净利润	854	939	1,044	1,171	营业收入	10.46%	10.11%	8.70%	8.00%
少数股东权益	49	60	67	75	归属母公司净利润	42.58%	10.03%	11.15%	12.17%
折旧摊销	0	84	100	91	获利能力				
营运资金变动及其他	-903	347	358	406	毛利率	10.54%	11.02%	11.40%	11.69%
投资活动现金流	0	-945	-1,139	-915	销售净利率	6.53%	6.53%	6.67%	6.93%
资本支出	0	-215	-115	-115	ROE	28.41%	23.81%	20.93%	19.01%
其他投资	0	-730	-1,024	-800	ROIC	17.45%	15.43%	14.65%	14.06%
筹资活动现金流	0	247	-143	-150	偿债能力				
借款增加	0	470	100	100	资产负债率	67.53%	61.04%	56.16%	51.62%
普通股增加	0	0	0	0	净负债比率	76.25%	51.78%	37.40%	21.43%
已付股利	0	0	0	0	流动比率	1.43	1.57	1.72	1.87
其他	0	-223	-243	-250	速动比率	0.60	0.86	1.03	1.21
现金净增加额	0	732	287	679	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	18.24	14.74	13.26	11.82
					P/B	5.16	3.51	2.78	2.25
					EV/EBITDA	13.56	10.45	9.30	8.18

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所 (以 2025 年 4 月 8 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达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。