

中烟香港 (06055.HK)

境内免税烟草制品管理办法征求意见稿发布 【勘误版】

买入 (维持)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万港元)	11,836	13,074	13,432	14,656	15,718
同比(%)	42.19	10.46	2.74	9.11	7.25
归母净利润 (百万港元)	598.77	853.74	870.39	1,011.77	1,125.43
同比(%)	59.71	42.58	1.95	16.24	11.23
EPS-最新摊薄 (港元/股)	0.87	1.23	1.26	1.46	1.63
P/E (现价&最新摊薄)	37.72	26.45	25.95	22.32	20.07

投资要点

- **公告概要:** 国家烟草专卖局 7 月 25 日发布《境内免税市场烟草制品管理办法》，据中烟香港（后称“公司”）初步了解，具备烟草进出口国营贸易资格唯一企业为中国烟草国际有限公司，公司积极与中国烟草国际洽谈达成共识，保持中国境内免税卷烟业务。公司目前从事自烟草总公司采购卷烟并独家销售至泰国、新加坡、中国香港及澳门的免税市场以及中国境内免税市场卷烟业务，2024 年公司收入 10%来自中国境内免税卷烟业务。
- **政策背景:** 此项政策起草背景是，当前境内免税市场烟草制品经营存在部分企业经营行为不规范、部分境外生产的烟草制品来源不明、物流追溯信息缺乏以及与此相关的出口回流、走私、非法邮寄等问题。定调这些行为损害国家税收利益、冲击市场经营秩序、损害消费者合法权益，因而出台政策针对性加强监管，维护良好市场秩序。
- **实际影响解读:** 1) 受管主体方面：此管理办法针对向中国境内免税市场供应免税烟草制品和在中国境内免税市场从事免税烟草制品批发零售业务两种场景，即为免税市场烟草制品中的零售和批发两种场景，即免税商和烟草制品批发商两类经营主体。2) 管理品类方面：覆盖卷烟、雪茄烟、烟丝等烟草制品的日常经营管理、追溯管理和监督检查，且明确规定加热卷烟及电子烟等新兴烟草制品不得在境内免税市场销售。3) 经营管理要求：按照国营贸易方式对免税烟草制品进出口进行统一管理。由零售企业提出采购需求，由批发企业向供货企业采购后，将免税烟草制品进出口至境内免税市场。每年销售计划由主管部门向批发企业下达。并且明确规定了零售、批发、供货企业的条件。
- **卷烟进出口业务或将进一步发展:** 公告共识的落实取决于 1) 法规草案生效，中烟国际成为中国境内免税市场唯一批发企业；2) 本公司遵循适用法律法规。若法规生效，可能带来公司卷烟进出口业务进一步发展。过去 5 年卷烟进出口毛利率从 4.8%提升至 17.6%，2024 年卷烟出口业务毛利额占总毛利额 20%。
- **盈利预测与投资评级:** 中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。由于关税和地缘政治等影响进出口业务节奏，我们下调公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.7/10.1/11.3 亿港元（前值为 9.6/10.6/11.9 亿港元），对应 PE 为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

2025 年 07 月 28 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书：S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	32.65
一年最低/最高价	13.48/39.20
市净率(倍)	7.51
港股流通市值(百万港元)	22,583.35

基础数据

每股净资产(港元)	4.34
资产负债率(%)	67.53
总股本(百万股)	691.68
流通股本(百万股)	691.68

相关研究

《中烟香港(06055.HK): 2024 年业绩公告点评: 业绩略超预期, 结构优化抬升利润表现》

2025-03-07

《中烟香港(06055.HK): 中烟体系唯一烟草上市公司, 资源整合市值显化空间较大》

2025-01-17

中烟香港三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,372.29	9,653.64	10,689.19	11,770.48	营业总收入	13,074.24	13,432.48	14,655.82	15,718.30
现金及现金等价物	517.47	3,018.18	3,892.22	4,863.28	营业成本	11,696.60	12,008.45	13,075.58	13,989.52
应收账款及票据	738.84	597.00	610.66	567.61	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	5,425.75	3,335.68	3,450.50	3,575.10	管理费用	158.40	161.19	175.87	188.62
其他流动资产	2,690.24	2,702.79	2,735.82	2,764.50	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	444.36	443.99	441.69	429.96	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	41.36	48.50	53.34	58.14	经营利润	1,219.25	1,262.85	1,404.37	1,540.16
商誉及无形资产	350.25	342.73	335.59	319.06	利息收入	0.00	15.35	45.36	77.84
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	利息支出	207.56	189.93	192.93	215.93
其他长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	其他收益	103.84	94.03	102.59	110.03
其他非流动资产	52.76	52.76	52.76	52.76	利润总额	1,115.52	1,182.29	1,359.39	1,512.10
资产总计	9,816.66	10,097.64	11,130.88	12,200.44	所得税	212.72	225.82	259.64	288.81
流动负债	6,534.48	5,917.78	5,910.05	5,815.11	净利润	902.80	956.47	1,099.75	1,223.29
短期借款	2,947.74	3,047.74	3,147.74	3,247.74	少数股东损益	49.07	86.08	87.98	97.86
应付账款及票据	3,419.80	2,668.54	2,542.47	2,331.59	归属母公司净利润	853.74	870.39	1,011.77	1,125.43
其他	166.94	201.49	219.84	235.77	EBIT	1,323.09	1,356.87	1,506.96	1,650.19
非流动负债	94.90	94.90	94.90	94.90	EBITDA	1,377.63	1,377.24	1,527.26	1,669.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	94.90	94.90	94.90	94.90					
负债合计	6,629.39	6,012.68	6,004.96	5,910.01					
股本	1,403.72	1,403.72	1,403.72	1,403.72	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	182.10	268.18	356.16	454.02	每股收益(港元)	1.23	1.26	1.46	1.63
归属母公司股东权益	3,005.17	3,816.78	4,769.77	5,836.41	每股净资产(港元)	4.34	5.52	6.90	8.44
负债和股东权益	9,816.66	10,097.64	11,130.88	12,200.44	发行在外股份(百万股)	691.68	691.68	691.68	691.68
					ROIC(%)	18.93	16.55	15.83	14.99
					ROE(%)	28.41	22.80	21.21	19.28
					毛利率(%)	10.54	10.60	10.78	11.00
					销售净利率(%)	6.53	6.48	6.90	7.16
					资产负债率(%)	67.53	59.55	53.95	48.44
					收入增长率(%)	10.46	2.74	9.11	7.25
					净利润增长率(%)	42.58	1.95	16.24	11.23
					P/E	26.45	25.95	22.32	20.07
					P/B	7.51	5.92	4.73	3.87
					EV/EBITDA	13.69	16.42	14.30	12.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港元。

预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>