

2025年8月26日
 中烟香港 (6055.HK)

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 **47.1 港元**

股价 2025-8-26 **39.88 港元**

净利润持续增长

事件: 中烟香港 25 年上半年实现收入 103.16 亿港元, 同比增长 18.5%; 期内利润 7.23 亿港元, 同比增长 6.3%。虽然烟叶价格变动对毛利润产生了一定压力, 但是我们也看到卷烟出口业务的盈利能力提升。中烟香港作为中烟集团下唯一资本平台仍然具备投资价值。考虑烟叶价格的变动, 我们略微下调 25/26/27 年净利润至 9.6/9.9/10.3 亿港元, (2025/3/7 预测为 9.6/10.2/10.8 亿港元), 对应每 EPS 收益为 1.3/1.4/1.4 港元 (2025/3/7 预测为 1.3/1.4/1.5 港元)。维持“买入”评级, 目标价从 29.2 港元上调至 47.1 港元 (基于同业比较及 DCF 两个估值方法), 较当前股价有 18% 上涨空间。

报告摘要

烟叶进口业务毛利润下降。 2025 年上半年实现营业收入 83.99 亿港元, 同比增长 23.5%, 毛利润为 6.87 亿港元, 同比下降 7.7%, 毛利率 8.2%, 同比下降 2.7 个百分点。毛利下降主要受供需关系影响, 上半年自 CBT 采购的烟叶成本上升幅度大于销售单价上升幅度, 导致毛利率较去年同期下降。2025 年上半年烟叶类产品进口数量为 97,881 吨, 同比增长 2.5%。单位销售价格为 85,800 港元/吨, 同比上涨 20.5%, 预期未来烟叶价格降有所回落, 采购成本的压力能有所缓解。

卷烟出口业务利润率持续提升。 2025 年上半年实现营业收入 5.52 亿港元, 同比增长 0.9%, 毛利润为 1.42 亿港元, 同比增长 16.7%, 毛利率 25.7%, 同比上升 3.5 个百分点, 主要受益于自营渠道占比提高利于毛利率提升。期内销量 10.19 亿支, 同比下降 7.9%, 主要是受发货节奏影响。销售均价为 10.83 港元/20 支, 同比上涨 9.5%。未来随着自营占比的提升, 毛利率仍有提升空间。且非免税地区业务的发展也将提升销量。

烟叶类产品出口大幅增长。 2025 年上半年实现营业收入 11.56 亿港元, 同比增长 25.9%, 毛利润为 0.63 亿港元, 同比增长 124.1%, 毛利率 5.5%, 同比提高 2.4 个百分点。期内销量 3.85 万吨, 同比增长 12.7%, 销售均价 30,035 港元/吨, 同比上涨 11.7%。公司积极拓展新市场新客户, 持续优化定价策略, 有效提高了上半年烟叶类产品的整体销售单价及毛利率。

新型烟草制品出口业务下滑。 2025 年上半年实现营业收入 0.15 亿港元, 同比下降 66.5%, 毛利润为 0.08 亿港元, 同比下降 62.4%, 毛利率 5.3%, 同比提升 0.5 个百分点。期内销量 0.81 亿支, 同比下降 65.4%, 销售均价为 3.6 港元/20 支, 同比下降 3.1%。下滑的主要原因是地缘政治冲突对供应链造成不利影响, 主要市场出库量减少; 市场监管政策变化, 导致产品准入目标市场效率显著降低。

巴西业务下滑。 2025 年上半年实现营业收入 1.95 亿港元, 同比下降 50.3%, 毛利润为 0.54 亿港元, 同比下降 21.0%, 毛利率 27.4%, 同比提升 9.9 个百分点。期内销量 0.79 万吨, 同比下降 34.8%, 销售均价 24,639 港元/吨, 同比下降 23.8%。受生产种植期间极端天气影响, 可销货源下降; 同时产品结构发生较大变化, 毛利水平较高而销售单价较低的烟叶副产品销量占比同比呈现较大幅度增长。

虽然烟叶价格变动对毛利润产生了一定压力, 但是我们也看到卷烟出口业务的盈利能力提升。中烟香港作为中烟集团下唯一资本平台仍然具备投资价值。考虑烟叶价格的变动, 我们略微下调 25/26/27 年净利润至 9.6/9.9/10.3 亿港元, (2025/3/7 预测为 9.6/10.2/10.8 亿港元), 对应每 EPS 收益为 1.3/1.4/1.4 港元 (2025/3/7 预测为 1.3/1.4/1.5 港元)。维持“买入”评级, 目标价从 29.2 港元上调至 47.1 港元 (基于同业比较及 DCF 两个估值方法), 较当前股价有 18% 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...)

总市值(亿港元)	257.72
流通市值(亿港元)	257.72
总股本(亿股)	6.92
流通股本(亿股)	6.92
12个月低/高(港元)	19.8/39.2
平均成交(百万港元)	1.39

股东结构 (截止 2024-12-31)

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	12.38	0.57	102.03
绝对收益	14.12	11.51	148.69

数据来源: 彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

年结 31/12, 港元百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,324	11,836	13,074	15,118	15,304	15,503
增长率(%)		42.19%	10.46%	15.63%	1.23%	1.30%
净利润	464	692	903	961	991	1,025
增长率(%)		49.16%	30.39%	6.48%	3.10%	3.44%
毛利率(%)	10.14%	9.19%	10.54%	9.74%	9.88%	10.05%
净利润率(%)	5.58%	5.85%	6.91%	6.36%	6.48%	6.61%
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.23	1.31	1.35	1.40
每股净资产(港元)	3.24	3.90	4.61	5.54	6.49	7.47
市盈率	70.0	43.8	30.7	29.0	28.1	27.1
市净率	11.7	9.7	8.2	6.9	5.8	5.1
股息率	1.8%	3.3%	1.8%	1.3%	1.3%	1.4%
净资产收益率(%)	21.99%	28.07%	30.69%	27.40%	23.83%	21.24%

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

年结31/12, 港元百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,324	11,836	13,074	15,118	15,304	15,503
YoY		42.2%	10.5%	15.6%	1.2%	1.3%
营业成本	-7,480	-10,748	-11,697	-13,646	-13,792	-13,945
毛利	844	1,088	1,378	1,472	1,512	1,558
毛利率	10.1%	9.2%	10.5%	9.7%	9.9%	10.1%
管理费用	-187	-153	-158	-242	-245	-248
占收入比例	-2.2%	-1.3%	-1.2%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
财务费用	-85	-167	-224	-181	-184	-186
占收入比例	-1.0%	-1.4%	-1.7%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
其他收入/支出	44	91	120	139	141	143
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	1,188	1,225	1,267
所得税	-151	-167	-213	-227	-234	-242
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	961	991	1,025
净利率	5.6%	5.8%	6.9%	6.4%	6.5%	6.6%
少数股东损益	89	94	49	57	57	58
净利润(不含少数股东权益)	375	599	854	905	934	967
每股收益(港元)	0.54	0.87	1.23	1.31	1.35	1.40
市盈率(倍)	70.0	43.8	30.7	29.0	28.1	27.1

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。2026 年预测 PE 的平均值在 27.2x。考虑中烟香港的特许经营地位和行业前景, 我们给与 34x PE。2026 年预测 EPS 为 1.35 港元, 对应股价测算为 45.9 港元。

用 DCF 方式估算时, 我们给予 WACC 为 5.9%, 同时, 长期给予 2% 的增速。合理市值为 334 亿港元, 对应价格为 48.3 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值, 我们认为公司目标价为 47.1 港元, 较最新的收盘价有 18% 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				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
思摩尔国际	6969.HK	1,306	HKD	18.0	14.3	14.6	21.0	28.2	72.4	91.4	89.6	62.3	46.3
yoy				-34%	-21%	2%	44%	35%					
雾芯科技	RLX.N	38	USD	0.8	0.8	0.9	0.9	1.2	50.2	48.6	43.0	42.2	31.5
yoy				-63%	3%	13%	2%	34%					
菲利普莫里斯国际PM.N		2,605	USD	78.1	70.6	117.3	130.4	142.9	33.3	36.9	22.2	20.0	18.2
yoy				-13%	-10%	66%	11%	10%					
英美烟草	BTI.N	1,272	USD	-193.3	41.3	75.0	80.0	85.5	-6.6	30.8	12.6	11.8	11.1
yoy				n/a	n/a	82%	7%	7%					
日本烟草	2914.T	94,100	JPY	4,822.9	1,792.4	5,703.1	6,324.5	6,859.9	19.5	52.5	16.5	14.9	13.7
yoy				9%	-63%	218%	11%	8%					
环球烟草	UVV.N	14	USD	1.2	1.2	1.2	1.1	n/a	11.2	11.6	11.8	12.1	n/a
yoy				43%	-4%	-1%	-3%	n/a					
平均估值									30.0	45.3	32.6	27.2	24.2

注: 时间截止2025/8/26, 思摩尔及雾芯科技预测值为wind一致预测, 其余公司为Bloomberg一致预测
 资料来源: Bloomberg, wind, 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

		2026年每股收益(港元)				
		1.09	1.21	1.35	1.48	1.63
PE	24.0	26.2	29.2	32.4	35.6	39.2
	29.0	31.7	35.2	39.1	43.1	47.4
	34.0	37.2	41.3	45.9	50.5	55.5
	39.0	42.6	47.4	52.6	57.9	63.7
	44.0	48.1	53.5	59.4	65.3	71.9

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)

(年结31/12; HKD 000)	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033	FY 2034
	实际	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	15,118	15,304	15,503	15,922	16,358					
增长率%		42.2%	10.5%	15.6%	1.2%	1.3%	2.7%	2.7%					
EBIT	701	1,026	1,340	1,369	1,408	1,453	1,519	1,589					
增长率%		46.5%	30.5%	2.2%	2.9%	3.2%	4.5%	4.7%					
EBIT率%	8.4%	8.7%	10.2%	9.1%	9.2%	9.4%	9.5%	9.7%					
有效税率%	24.6%	19.4%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%	19.1%					
EBIT x (1-有效税率)	528	827	1,084	1,108	1,140	1,176	1,229	1,286					
+ 折旧	50	51	55	55	55	55	55	55					
+ 金融资产公允价值亏损	-	-	-	-	-	-	1	2					
+ 股权激励开支	-	-	-	-	-	-	-	-					
+ 营运资金变动	-911	-238	-377	564	-27	-29	-63	-66					
- 资本支出	-	-16	-	-	-	-	-	-					
自由现金流, FCF	-332	624	762	1,726	1,167	1,201	1,222	1,277	1,303	1,329	1,355	1,382	1,410
增长率%		-287.8%	22.0%	126.7%	-32.4%	3.0%	1.7%	4.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份				-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子				1.0000	0.9443	0.8917	0.8420	0.7951	0.7508	0.7090	0.6695	0.6322	0.5969
FCF现值				1,726	1,102	1,071	1,029	1,015	978	942	907	874	842
FY2025-34 FCF现值总额				10,487									
永续期价值现值				22,014									
企业价值				32,501									
- 净负债				1,171									
- 少数股东权益				-239									
DCF 估值(HKD 000)				33,433									
假设:													
WACC				5.9%									
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

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。

附表：财务报表预测
资产负债表

年结31/12, 港元百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2,332	2,858	4,119	4,803	5,508
应收、预付及其他应收	908	1,056	1,243	1,258	1,274
存货	2,974	5,426	3,365	3,401	3,439
其他流动资产	-0	33	33	33	33
流动资产总额	6,214	9,372	8,760	9,495	10,254
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	9,204	9,939	10,699
贸易应付款项	1,438	3,553	2,243	2,267	2,292
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	5,224	5,248	5,273
长期有息债务	-	-	-	-	-
租赁负债-非流动	1	23	23	23	23
递延税负债	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	5,319	5,343	5,368
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
储备	1,090	1,601	2,188	2,787	3,409
少数股东权益	202	182	239	296	354
总股东权益	2,695	3,187	3,830	4,487	5,167

现金流量表

年结31/12, 港元百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBIT	1,026	1,340	1,369	1,408	1,453
营运资本变动	-238	-377	564	-27	-29
折旧及摊销	-215	-203	-227	-234	-242
其他	-55	-130	55	55	55
经营性现金流净额	518	629	1,761	1,202	1,237
资本开支	-16	-	-	-	-
其他	-1,683	-460	-	-	-
投资性现金流净额	-1,699	-460	-	-	-
新发股份	-	-	-	-	-
支付股息	-247	-411	-318	-335	-345
新增债务	356	425	-	-	-
财务费用	-125	-165	-181	-184	-186
其他	-11	-13	-	-	-
筹资性现金流净额	-27	-164	-500	-518	-532
现金净变动	-1,208	5	1,261	684	705
现金期初余额	1,785	571	2,858	4,119	4,803
现金期末余额	577	576	4,119	4,803	5,508

数据来源：公司财报，国证国际预测

利润表

年结31/12, 港元百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	11,836	13,074	15,118	15,304	15,503
营业成本	-10,748	-11,697	-13,646	-13,792	-13,945
毛利	1,088	1,378	1,472	1,512	1,558
管理费用	-153	-158	-242	-245	-248
财务费用	-167	-224	-181	-184	-186
其他收入/支出	91	120	139	141	143
除税前利润	859	1,116	1,188	1,225	1,267
所得税	-167	-213	-227	-234	-242
净利润	692	903	961	991	1,025
归属母公司净利润	599	854	905	934	967
每股收益(港元)	0.87	1.23	1.31	1.35	1.40
EBIT	1,026	1,340	1,369	1,408	1,453

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%	15.6%	1.2%	1.3%
除税前利润增长率 (%)		29.9%	6.5%	3.1%	3.4%
净利润增长率 (%)		30.4%	6.5%	3.1%	3.4%
盈利能力:					
毛利率 (%)	9.2%	10.5%	9.7%	9.9%	10.1%
净利率 (%)	5.8%	6.9%	6.4%	6.5%	6.6%
ROE (%)	28.1%	30.7%	27.4%	23.8%	21.2%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	60.0%	67.5%	57.8%	53.8%	50.2%
流动比率 (x)	1.55	1.43	1.68	1.81	1.94
利息覆盖倍数 (x)	6.13	5.98	7.55	7.67	7.81
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	1.31	1.35	1.40
每股净资产(港元)	3.90	4.61	5.54	6.49	7.47
每股经营现金流(港元)	0.75	0.91	2.55	1.74	1.79
估值比率					
PE	43.83	30.74	29.01	28.10	27.13
PB	9.74	8.23	6.85	5.85	5.08

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