

中烟香港 (06055.HK)

2025 年中期业绩点评： 烟叶类基本盘业务稳健，上半年收入增长 19%

核心观点

2025H1 收入实现高增，盈利稳健，加大派息回报股东。公司发布 2025 年中期业绩，上半年实现营收 103.2 亿港元/+18.5%，净利润 7.06 亿港元/+9.8%，毛利率 9.2%/-1.9pct。收入增长主要受烟叶类产品进口、烟叶类产品出口与卷烟出口业务驱动；净利润增长主要系卷烟出口与烟叶类产品出口盈利提升、融资成本同比-28%。公司拟派发中期股息每股 0.19 港元/+27%。

烟叶类进口：价格驱动增长，自 CBT 采购烟叶短期拖累毛利。2025H1 烟叶类进口业务收入 84.0 亿港元/+23.5%，其中烟叶进口量 9.79 万吨/+2.5%、进口均价单吨 8.58 亿港元/+20.5%，毛利率 8.2%/-2.8pct。收入增长主要系销售单价提高，毛利下降主要系供需关系影响，自 CBT 采购的烟叶成本增幅大于销售价格增幅，短期影响业务毛利率。

烟叶类出口：量价齐升，定价优化提升盈利。2025H1 烟叶类出口业务收入 11.6 亿港元/+25.9%，其中烟叶出口量 3.85 万吨/+12.7%、出口均价单吨 3.00 亿港元/+11.7%，毛利率 5.5%/+2.4pct。公司加强供需两端对接、积极拓新市场新客户，持续优化定价策略，销售单价与销量均实现大幅增长。

卷烟出口：受发运节奏扰动出口量下降，自营渠道持续拓展。2025H1 卷烟出口业务收入 5.5 亿港元/+0.8%，其中卷烟出口量 10.19 亿支/-7.9%、出口均价每支 0.54 港元/+9.4%，毛利率 25.7%/+3.5pct。上半年销量下降主要系发运节奏影响，公司持续加大自营渠道拓展力度与引入迎合市场需求的新产品，自营业务规模持续扩大，有效提升盈利能力。

新烟出口：地缘局势与监管政策变化导致短期承压。2025H1 新型烟草出口收入 0.15 亿港元/-66.5%，其中新烟出口量 0.81 亿支/-65.4%、出口均价单支 0.18 港元/-3.0%，毛利率 5.5%/+0.7pct。上半年出口量下降主要系地缘政治冲突影响主要市场出库量，此外目标市场监管政策变化，供应商生产制造装备未能及时满足产品准入要求导致市场效率降低。

巴西经营业务：受极端天气与产品结构影响量价均下滑。2025H1 巴西经营业务收入 1.95 亿港元/-50.3%，其中出口量 0.79 万吨/-34.8%、出口均价单吨 2.46 亿港元/-23.8%，毛利率 27.4%/+10.2pct。收入下降主要系受极端天气与产品结构变化影响，上半年高毛利低单价的烟叶副产品占比有较大提升。

风险提示：国家烟草专卖制度变化；行业政策与监管风险；极端气候风险。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司是中烟体系唯一上市公司，独家经营壁垒深厚，内生外延扩张。考虑到烟价周期高位，上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 9.4/10.4/11.8 亿港元（前值 9.0/9.8/10.6 亿港元），同比+9.6%/+11.4%/+12.9%；摊薄 EPS=1.35/1.51/1.70 元，对应 PE=27/25/22 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	11,836	13,074	15,010	16,101	17,095
(+/-%)	42.2%	10.5%	14.8%	7.3%	6.2%
归母净利润(百万元)	599	854	936	1042	1176
(+/-%)	59.7%	42.6%	9.6%	11.4%	12.9%
每股收益(元)	0.87	1.23	1.35	1.51	1.70
EBIT Margin	7.9%	9.3%	8.8%	9.3%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	24.0%	28.4%	26.0%	24.5%	23.6%
市盈率 (PE)	42.8	30.1	27.4	24.6	21.8
EV/EBITDA	33.8	28.0	25.9	23.1	21.1
市净率 (PB)	10.29	8.54	7.14	6.04	5.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

轻工制造·文娱用品

证券分析师：陈伟奇

0755-81982606

chenweiqi@guosen.com.cn

S0980520110004

证券分析师：王兆康

0755-81983063

wangzk@guosen.com.cn

S0980520120004

证券分析师：李晶

lijing29@guosen.com.cn

S0980525080003

证券分析师：张向伟

zhangxiangwei@guosen.com.cn

S0980523090001

证券分析师：邹会阳

0755-81981518

zouhuiyang@guosen.com.cn

S0980523020001

基础数据

投资评级

优于大市(维持)

合理估值

收盘价

39.98 港元

总市值/流通市值

27653/27653 百万港元

52 周最高价/最低价

41.16/14.63 港元

近 3 个月日均成交额

142.55 百万港元

市场走势

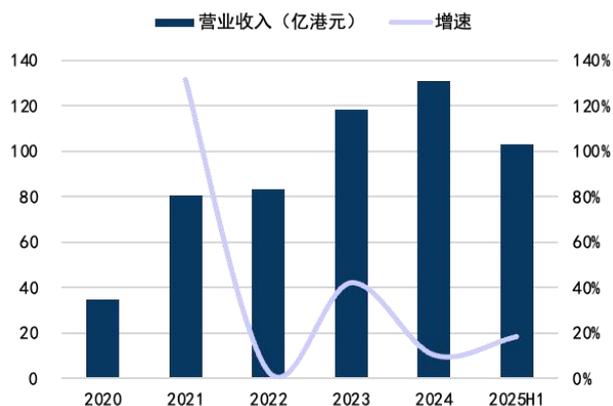


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

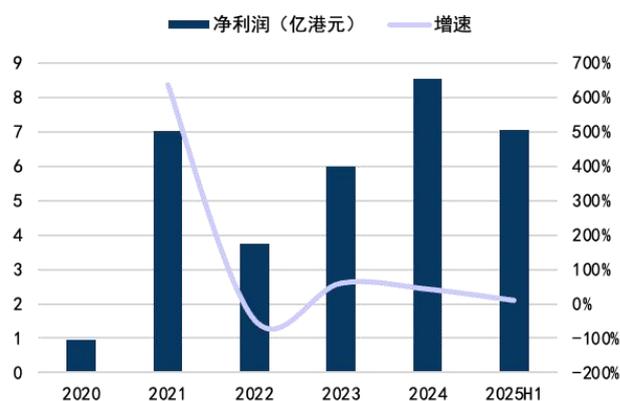
《中烟香港 (06055.HK) - 独家经营壁垒，内生外延全球扩张》
—2025-07-14

图1: 公司营业收入及增速



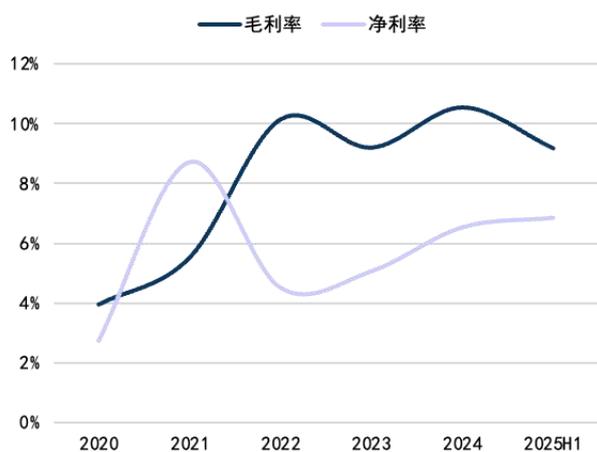
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润及增速



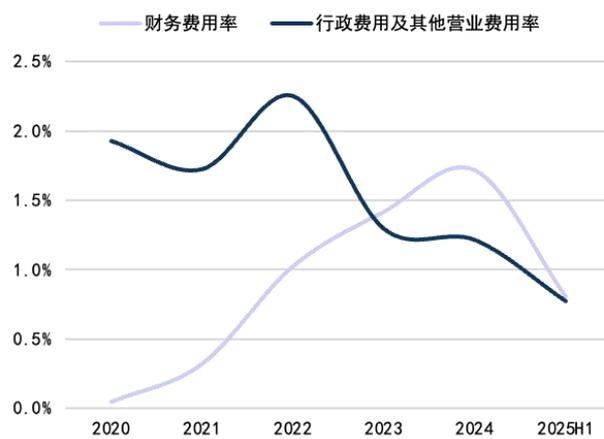
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2332	2858	2325	2557	2813	营业收入	11836	13074	15010	16101	17095
应收款项	908	1089	1766	1490	1672	营业成本	10748	11697	13469	14358	15153
存货净额	2974	5426	4829	5259	6003	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	6214	9372	11260	12114	13858	管理费用	153	158	215	244	257
固定资产	34	41	50	61	72	财务费用	(68)	(77)	143	171	175
无形资产及其他	353	350	315	280	245	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	139	53	53	53	53	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(144)	(180)	40	40	41
资产总计	6740	9817	11678	12509	14228	营业利润	859	1116	1223	1368	1550
短期借款及交易性金融负债	2480	2948	4578	4591	4831	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1300	3443	2978	3045	3674	利润总额	859	1116	1223	1368	1550
其他流动负债	218	143	165	176	186	所得税费用	167	213	234	265	305
流动负债合计	3998	6534	7721	7812	8692	少数股东损益	94	49	54	60	68
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	599	854	936	1042	1176
其他长期负债	47	95	127	150	180	现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
长期负债合计	47	95	127	150	180	净利润	599	854	936	1042	1176
负债合计	4045	6629	7848	7961	8871	资产减值准备	0	0	0	0	0
少数股东权益	202	182	236	296	364	折旧摊销	0	0	40	40	41
股东权益	2494	3005	3595	4251	4992	折旧摊销	0	0	40	40	41
负债和股东权益总计	6740	9817	11678	12509	14228	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(68)	(77)	143	171	175
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(326)	(430)	(492)	(53)	(257)
每股收益	0.87	1.23	1.35	1.51	1.70	其它	59	31	54	60	68
每股红利	0.29	0.43	0.50	0.56	0.63	经营活动现金流	331	455	537	1090	1028
每股净资产	3.61	4.34	5.20	6.15	7.22	资本开支	0	(7)	(14)	(16)	(16)
ROIC	16%	17%	18%	20%	21%	其它投资现金流	(1761)	(579)	0	(468)	(562)
ROE	24%	28%	26%	25%	24%	投资活动现金流	(1761)	(586)	(14)	(484)	(578)
毛利率	9%	11%	10%	11%	11%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	8%	9%	9%	9%	10%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	10%	10%	支付股利、利息	0	0	(346)	(386)	(435)
收入增长	42%	10%	15%	7%	6%	其它融资现金流	215	78	1630	12	241
净利润增长率	60%	43%	10%	11%	13%	融资活动现金流	215	78	1284	(373)	(194)
资产负债率	63%	69%	69%	66%	65%	现金净变动	(1214)	(53)	1807	232	256
息率	0.0%	0.0%	1.3%	1.4%	1.6%	货币资金的期初余额	1785	571	517	2325	2557
P/E	42.8	30.1	27.4	24.6	21.8	货币资金的期末余额	571	517	2325	2557	2813
P/B	10.3	8.5	7.1	6.0	5.1	企业自由现金流	0	550	607	1179	1119
EV/EBITDA	34	28	26	23	21	权益自由现金流	0	690	2121	1054	1220

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032