

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中烟香港(6055.HK)

投资评级

上次评级

姜文镗 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

中烟香港：卷烟出口业务模式优化，盈利能力有望上行

2026年2月23日

事件：公司发布公告，根据国家烟草专卖局发布的《境内免税市场烟草制品管理办法》（26年1月1日生效，设置6个月过渡期，26年7月1日正式实施），中国烟草国际有限公司是唯一具备向中国境内免税市场出口卷烟国营贸易资格的企业。

影响：根据公司招股书，此前公司卷烟出口业务供应商主要为卷烟进出口&工业公司（通过获委托的进出口公司从工业公司采购卷烟），公司出口卷烟至独家经营区域。新政落地后，交易对手方（工业公司）将与中烟国际订立代理协议，中烟国际作为代理人按照之前的框架协议，和中烟香港&工业公司三方签署个别协议，把卷烟出口至中国境内免税市场。

点评：我们认为，公司卷烟出口（向境内关外）整体商业模式获有效优化，产业链流程进一步缩短。中烟香港作为核心环节，相关业务毛利率有望在7月正式生效后得到提升。此外，公司提到向海外免税市场出售卷烟的运营模式将不会受到影响。

盈利预测：公司作为中烟国际集团公司指定的从事国际业务拓展平台及相关贸易业务的独家营运实体，肩负资本运作重责，未来有望加速优质标的收并购进程，长期成长动能充沛。我们预计2025-2027年归母净利润分别为10.2、11.3、13.3亿港元，对应PE分别为31.1X、27.9X、23.7X。

风险提示：地缘政治波动、全球控烟趋严，采购成本提升，新型烟草渗透率提升不及预期。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万港元)	13074	15132	16572	18310
增长率 YoY %	10%	16%	10%	10%
归属母公司净利润(百万港元)	854	1015	1132	1328
增长率 YoY%	43%	19%	11%	17%
EPS(摊薄)(港元)	1.23	1.47	1.64	1.92
市盈率 P/E(倍)	19.31	31.07	27.87	23.74

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2026年2月20日收盘价

资产负债表				
单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,372	10,395	12,164	14,816
现金	517	636	1,079	1,681
应收账款及票据	739	1,342	1,043	1,270
存货	5,426	4,859	5,391	6,384
其他	2,690	3,558	4,651	5,481
非流动资产	444	522	554	580
固定资产	41	87	115	137
无形资产	350	303	308	312
其他	53	132	132	132
资产总计	9,817	10,917	12,718	15,397
流动负债	6,534	6,720	7,334	8,620
短期借款	2,948	3,500	3,968	4,464
应付账款及票据	3,420	2,934	3,059	3,849
其他	167	286	308	306
非流动负债	95	77	77	77
长期债务	0	0	0	0
其他	95	77	77	77
负债合计	6,629	6,797	7,412	8,697
普通股股本	1,404	1,404	1,404	1,404
储备	1,739	2,618	3,745	5,069
归属母公司股东权益	3,005	3,884	5,011	6,335
少数股东权益	182	236	295	365
股东权益合计	3,187	4,120	5,306	6,700
负债和股东权益	9,817	10,917	12,718	15,397

现金流量表				
单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	629	724	1,294	1,268
净利润	854	1,015	1,132	1,328
少数股东权益	49	53	60	70
折旧摊销	55	41	48	54
营运资金变动及其他	-328	-386	55	-184
投资活动现金流	-460	-795	-1,054	-861
资本支出	-19	-40	-80	-80
其他投资	-441	-755	-974	-781
筹资活动现金流	-164	195	207	201
借款增加	412	552	468	496
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-325	-357	-261	-295
其他	-251	0	0	0
现金净增加额	-53	119	443	602

利润表				
单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,074	15,132	16,572	18,310
其他收入	0	0	0	0
营业成本	11,697	13,547	14,714	16,109
销售费用	0	0	0	0
管理费用	0	0	0	0
研发费用	0	0	0	0
财务费用	208	205	236	252
除税前溢利	1,116	1,319	1,489	1,748
所得税	213	251	298	350
净利润	903	1,069	1,191	1,398
少数股东损益	49	53	60	70
归属母公司净利润	854	1,015	1,132	1,328
EBIT	1,323	1,524	1,725	2,000
EBITDA	1,378	1,566	1,773	2,054
EPS (元)	1.23	1.47	1.64	1.92

重要财务指标				
单位:百万港元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	10.46%	15.74%	9.52%	10.49%
归属母公司净利润	42.58%	18.92%	11.46%	17.40%
获利能力				
毛利率	10.54%	10.47%	11.21%	12.02%
销售净利率	6.53%	6.71%	6.83%	7.25%
ROE	28.41%	26.14%	22.58%	20.97%
ROIC	17.45%	16.20%	14.88%	14.33%
偿债能力				
资产负债率	67.53%	62.26%	58.28%	56.49%
净负债比率	76.25%	69.51%	54.45%	41.53%
流动比率	1.43	1.55	1.66	1.72
速动比率	0.60	0.82	0.92	0.98
营运能力				
总资产周转率	1.58	1.46	1.40	1.30
应收账款周转率	20.84	14.54	13.90	15.83
应付账款周转率	5.03	4.26	4.91	4.66
每股指标 (元)				
每股收益	1.23	1.47	1.64	1.92
每股经营现金流	0.91	1.05	1.87	1.83
每股净资产	4.34	5.62	7.24	9.16

研究团队简介

姜文镒，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道，2025 年 12 月起担任轻工行业负责人。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年以上消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖黄金珠宝、跨境电商、两轮车、宠物等赛道。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。