

卷烟出口业务交易模式优化，毛利率有望大幅提升

核心观点

基于国家烟草专卖局发布的《境内免税市场烟草制品管理办法》，公司卷烟出口到中国境内关外免税市场的业务供应链将发生调整：中国烟草国际将作为相关交易对手方（各中烟工业公司）的代理人，并根据框架协议与中烟香港及交易对手方订立个别协议，将交易对手方制造的卷烟出口至中国境内免税市场。该业务模式变化预计对公司卷烟出口业务收入无重大影响，政策过渡期（26年1月1日-6月30日）发货节奏或有延迟，27年预计恢复常态，该交易模式优化预计将大幅提升卷烟出口业务毛利率（公司卷烟自营模式下毛利率或在40%-50%及更高）。展望未来，公司坚持“中烟国际集团境外资本市场运作及国际业务拓展平台”战略定位，内生与外延协同并进，跨越式发展可期。

事件

公司发布《有关独家卷烟出口业务的最新进展》公告。根据公告，中国烟草国际（其根据法规取得出口资格）将作为相关交易对手方的代理人，并根据框架协议与本公司（中烟香港）及交易对手方订立个别协议，将交易对手方制造的卷烟出口至中国境内免税市场。

简评

该公告主要描述了卷烟出口到中国境内关外免税市场的业务供应链变化。基于2025年9月12日国家烟草专卖局发布的《境内免税市场烟草制品管理办法》（已于2026年1月1日生效，并设有6个月过渡期），中国烟草国际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。在法规实施前，中烟香港已与相关交易对手方（即各中烟工业公司）订立框架协议，向交易对手方采购卷烟，并将该等卷烟出口至卷烟独家经营区域（包括海外免税市场及中国境内免税市场）。根据60号文及框架协议，在新规下，为继续通过中烟香港向境内免税市场出口卷烟，交易对手方将与中国烟草国际订立代理协议。中国烟草国际（其根据法规取得出口资格）将作为相关交易对手方（各中烟工业公司）的代理人，并根据框架协议与中烟香港及交易对手方订立个别协议，将交易对手方制造的卷烟出口至中国境内免税市场。此项代理安排的任何成本将由中国烟草国际与交易对手方协商厘定，并由交易对手方承担。尽管中国烟草国际与交易对手方存在代理安排，框架协议项下交易的条款及定价政策均不受影响。

中烟香港(6055.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2026年02月22日

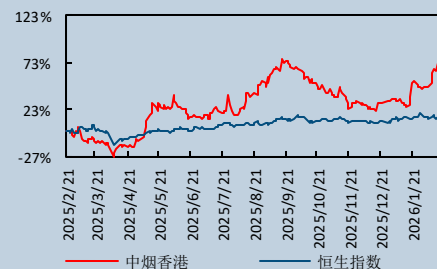
当前股价：45.60 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
32.48/33.05	27.16/24.91	64.32/49.20
12 月最高/最低价 (港元)		47.10/20.00
总股本 (万股)		69,168.00
流通 H 股 (万股)		69,168.00
总市值 (亿港元)		315.41
流通市值 (亿港元)		315.41
近 3 月日均成交量 (万)		178.25
主要股东		
中国烟草国际集团有限公司		72.29%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】中烟香港(6055):烟叶进出口收入增速靓丽,内生外延跨越发展可期

主要影响：1) 收入端：公司卷烟出口业务的独家经营区域不变，预计对该业务收入无重大影响，政策过渡期发货节奏或有延迟。公司卷烟出口业务是指向独家经营区域（两国三地，即新加坡、泰国、中国香港、中国澳门及中国大陆境内关外地区）及新增特定区域销售中国烟草旗下卷烟及雪茄烟，其中以免税市场为主。此次供应链变化主要影响中国境内关外免税市场，而对于海外免税市场的运作并无影响。对于中国境内关外免税市场而言，由于 2026 年 1 月 1 日至 6 月 30 日为政策过渡期，与各交易对手方的个别协议需要陆续谈判签订、交易系统需要上线调试，我们预计发货节奏或受影响而有所延迟，预计 27 年恢复常态。

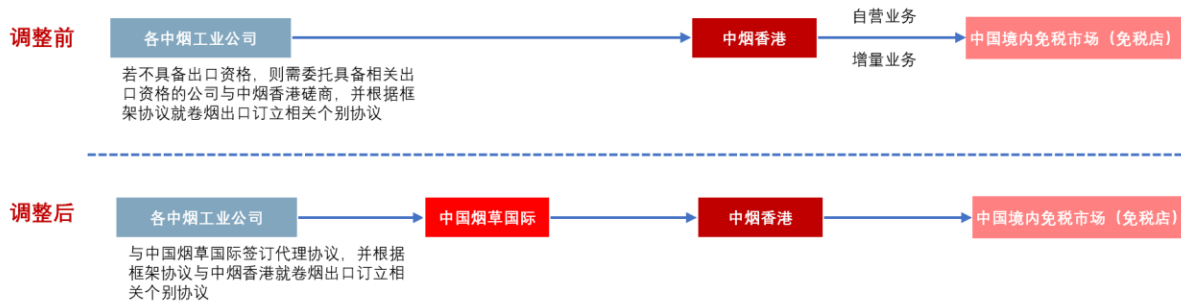
2) 利润端：交易模式优化，预计卷烟出口业务毛利率将大幅提升。此次调整前，公司卷烟出口业务分成自营业务和增量业务两种模式，在 2018 年重组完成后，公司采用“新老划断”的策略拓展业务，重组后的新产品、新渠道均归属于自营业务。在定价方式上，自营业务的销售价格采用与客户公平协商方式确定，而增量业务的销售价格为在采购价基础上加价 1%-2%、2%-5%、5% 以上的适当比例，以硬盒中华烟为例，自营业务定价的销售价格较增量业务高 23.2%（根据招股书）。由于定价方式的不同，根据我们测算，卷烟出口自营业务毛利率或在 40%-50% 甚至以上，通过分销商渠道的毛利率则较低。经过此次调整后，整个交易链条仅包括各中烟工业公司、中国烟草国际、中烟香港、境内免税市场，交易模式优化预计将带动中烟香港毛利率有较大向上弹性。

中烟香港坚持“境外资本市场运作及国际业务拓展平台”战略定位，未来有望内生外延协同并进。展望未来，公司将继续立足“中烟国际集团境外资本市场运作及国际业务拓展平台”战略定位，坚持内生与外延协同并进，持续聚焦资本运作平台建设，主动寻找、筛选及跟踪与集团发展战略契合的优质标的，适时开展投资并购，努力实现跨越式发展。

盈利预测：我们预计中烟香港 2025-2027 年营业收入分别为 155.5、163.6、176.2 亿港元，同比分别增长 18.9%、5.2%、7.7%，归母净利润分别为 9.58、10.95、14.07 亿港元，同比分别增长 12.2%、14.4%、28.4%（注：以上盈利预测未考虑外延并购），对应 PE 分别为 32.9x、28.8x、22.4x，维持“买入”评级。

风险提示：1) 境外并购整合进展不及预期：公司定位为中国烟草国际集团的国际业务拓展和资本运作平台，外延拓展和资产整合是公司的重要战略方向，2021 年公司成功收购中烟巴西，若后续资产整合进度不及预期，或影响公司成长性及估值。**2) 国际贸易环境变动风险：**公司主营业务为烟叶进出口、卷烟出口及新型烟草出口，由于烟草制品的特殊性，在国际贸易中与关税、消费税等税收政策以及政府控烟政策紧密相关，若国际贸易环境或者贸易政策发生变化，或将影响公司业绩表现。**3) 卷烟出口业务盈利能力提升不及预期：**公司积极推动卷烟出口业务盈利能力提升，当前与交易对手方的协议仍在陆续谈判与签订中，交易系统也在调试中，若进度不及预期，或将影响公司业绩实现。

图表1：中烟香港卷烟出口业务模式变化（向境内关外免税市场）



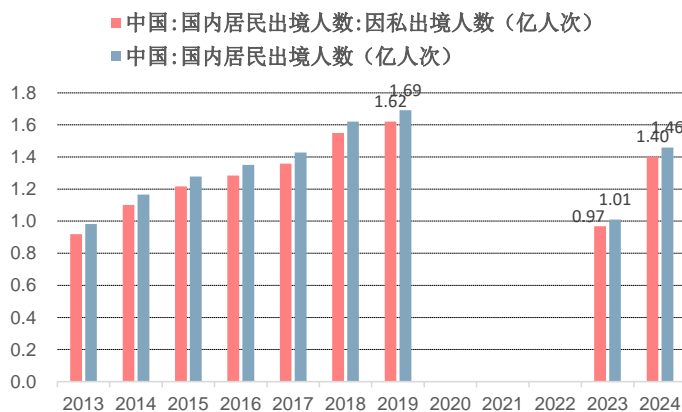
资料来源：公司公告，中信建投

表 1:中烟香港卷烟出口业务的定价模式（此次调整前）

	业务模式	高档卷烟及其他一类烟（玉溪、云烟、中华等）	一般免税卷烟（红塔山、好日子、红双喜、阿诗玛等）
销售价格	自营业务	与客户公平协商确定	与客户公平协商确定
	增量业务	基于采购价格加价 1%-2%、2%-5%、5%以上	基于采购价格加价 1%-2%、2%-5%、5%以上
采购价格	自营业务	高端卷烟出口价格不得低于国内出售不含税调拨	与供应商公平协商确定
	增量业务	价的 35%、其他一类免税卷烟不得低于 45%	

资料来源：招股说明书，中信建投

图表2：中国居民出境人次仍未恢复至疫情前水平



资料来源：国家统计局，中信建投

图表3：中烟香港收入与毛利拆分预测

单位：百万港元	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,064	8,324	11,836	13,074	15,547	16,361	17,622
yoy	131.7%	3.2%	42.2%	10.5%	18.9%	5.2%	7.7%
毛利	445	806	1,088	1,378	1,552	1,814	2,281
毛利率	5.5%	9.7%	9.19%	10.54%	10.0%	11.1%	12.9%
分业务							
烟叶进口（百万港元）	5,178	5,425	8,079	8,254	9,899	10,349	10,767
yoy	283.3%	4.8%	48.9%	2.2%	19.9%	4.5%	4.0%
进口数量（万吨）	9.7	9.2	11.7	11.2	11.5	11.8	12.1
yoy	332.9%	-5.4%	27.5%	-4.5%	2.5%	2.5%	2.5%
均价（百港元/吨）	532	590	689	737	862	880	893
yoy	-11.4%	10.8%	16.8%	6.9%	17.0%	2.0%	1.5%
毛利（百万港元）	316	621	732	826	832	921	1023
yoy	328.2%	96.6%	17.9%	12.7%	0.7%	10.8%	11.1%
毛利率	6.10%	11.45%	9.07%	10.00%	8.4%	8.9%	9.5%
卷烟出口（百万港元）	173	124	1,209	1,574	1,743	1,684	2,086
yoy	9.6%	-28.5%	875.5%	30.2%	10.8%	-3.4%	23.9%
出口数量（百万支）	464	383	2804	3340	3523	3242	3825
yoy	8.1%	-17.5%	631.5%	19.1%	5.5%	-8.0%	18.0%
均价（港元/支）	0.37	0.32	0.43	0.47	0.49	0.52	0.55
yoy	1.4%	-13.3%	33.4%	9.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利（百万港元）	12	13	164	277	366	505	835
yoy	-31.6%	10.3%	1171.3%	69.2%	32.0%	38.0%	65.2%
毛利率	6.76%	10.41%	13.57%	17.63%	21.0%	30.0%	40.0%
巴西经营业务（百万港元，持有CBT51%股权）	315	543	766	1,050	1,178	1,270	1,369
yoy		72.6%	41.1%	37.0%	12.2%	7.8%	7.8%
出口数量（万吨）	2.2	2.9	3.2	3.2	3.5	3.8	4.2
yoy		33.0%	10.8%	-2.4%	10.0%	10.0%	10.0%
均价（百港元/吨）	143	186	237	332	339	332	325
yoy		29.8%	27.4%	40.3%	2.0%	-2.0%	-2.0%
毛利（百万港元）	51	114	141	184	212	229	246
yoy		121.2%	24.2%	30.3%	15.3%	7.8%	7.8%
毛利率	16.30%	20.89%	18.40%	17.51%	18.0%	18.0%	18.0%
烟叶出口（百万港元）	2,297	2,122	1,652	2,062	2,609	2,927	3,255
yoy	18.8%	-7.6%	-22.2%	24.8%	26.6%	12.2%	11.2%
出口数量（万吨）	10.2	9.6	7.1	8.3	9.4	10.4	11.3
yoy	24.0%	-6.0%	-26.2%	18.4%	13.0%	10.0%	9.0%
均价（百港元/吨）	226	222	234	247	277	282	288
yoy	-4.2%	-1.7%	5.5%	5.4%	12.0%	2.0%	2.0%
毛利（百万港元）	63	56	45	84	136	152	169
yoy	37.1%	-11.5%	-18.9%	85.9%	61.8%	12.2%	11.2%
毛利率	2.73%	2.62%	2.73%	4.07%	5.20%	5.20%	5.20%
新型烟草制品（百万港元）	102	110	130	135	118	131	145
yoy	165.3%	8.4%	18.1%	4.0%	-12.7%	11.0%	11.0%
出口数量（百万支）	455	502	677	762	686	761	845
yoy	175.6%	10.5%	34.8%	12.5%	-10.0%	11.0%	11.0%
均价（港元/支）	0.22	0.22	0.19	0.18	0.17	0.17	0.17
yoy	-3.8%	-1.9%	-12.4%	-7.6%	-3.0%	0.0%	0.0%
毛利（百万港元）	3	3	6	7	6	7	8
yoy	209.1%	-5.9%	78.1%	23.3%	-9.3%	13.1%	13.0%
毛利率	3.35%	2.91%	4.38%	5.20%	5.40%	5.50%	5.60%

资料来源：公司公告，中信建投预测

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,214	9,372	10,370	11,692	13,255
现金	571	517	1,823	2,763	3,754
应收票据及应收账款合计	516	739	1,379	1,451	1,563
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	317	266	353	371	400
存货	2,974	5,426	5,020	5,218	5,502
其他流动资产	1,836	2,424	1,796	1,890	2,036
非流动资产	527	444	460	736	1,112
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	43	78	71	64	56
无形资产	131	100	84	67	50
其他非流动资产	352	266	306	606	1,006
资产总计	6,740	9,817	10,831	12,429	14,367
流动负债	3,998	6,534	6,972	7,906	8,999
短期借款	2,480	2,948	3,648	4,448	5,348
应付票据及应付账款合计	1,233	3,420	3,031	3,151	3,323
其他流动负债	285	167	293	307	329
非流动负债	47	95	95	95	95
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	47	95	95	95	95
负债合计	4,045	6,629	7,067	8,001	9,094
少数股东权益	202	182	258	351	461
股本	1,404	1,404	1,404	1,404	1,404
资本公积	1,090	1,601	1,601	1,601	1,601
留存收益	0	0	500	1,072	1,806
归属母公司股东权益	2,494	3,005	3,505	4,077	4,811
负债和股东权益	6,740	9,817	10,831	12,429	14,367

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	518	629	1,211	1,085	1,310
净利润	692	903	1,034	1,188	1,517
折旧摊销	51	55	24	24	24
财务费用	167	224	223	244	278
其他经营现金流	-393	-552	-70	-371	-509
投资活动现金流	-1,699	-460	76	-178	-269
资本支出	26	-28	40	300	400
其他投资现金流	-1,725	-432	36	-478	-669
筹资活动现金流	-27	-164	-432	33	-50
短期借款	385	467	700	800	900
长期借款	-	-	-	-	-
其他筹资现金流	-412	-631	-1,132	-767	-950
现金净增加额	-1,208	5	1,306	939	991

资料来源: 公司公告, 中信建投预测

利润表 (百万港元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,836	13,074	15,547	16,361	17,622
营业成本	10,748	11,697	13,995	14,547	15,341
行政及其他开支	153	158	194	254	291
管理费用	0	0	0	0	0
融资成本	167	224	223	244	278
投资收益	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	768	995	1,134	1,317	1,713
其他非经营损益	91	120	143	151	162
利润总额	859	1,116	1,278	1,468	1,875
所得税	167	213	244	280	358
净利润	692	903	1,034	1,188	1,517
少数股东损益	94	49	76	92	0
归属母公司净利润	599	854	958	1,095	1,407
EBITDA	1,078	1,394	1,524	1,735	2,177
EPS (元)	0.87	1.23	1.38	1.58	2.03

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	42.2	10.5	18.9	5.2	7.7
归母净利润(%)	59.7	42.6	12.2	14.4	28.4
获利能力					
毛利率(%)	9.2	10.5	10.0	11.1	12.9
净利率(%)	5.8	6.9	6.7	7.3	8.6
所得税(%)	19.4	19.1	19.1	19.1	19.1
ROE(%)	24.0	28.4	27.3	26.9	29.2
偿债能力					
资产负债率(%)	60.0	67.5	65.3	64.4	63.3
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
速动比率	0.4	0.2	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.3	1.4	1.3	1.2
应收账款周转率	22.9	17.7	11.3	11.3	11.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.87	1.23	1.38	1.58	2.03
每股净资产(最新摊薄)	3.61	4.34	5.07	5.89	6.96
估值比率					
P/E	52.7	36.9	32.9	28.8	22.4
P/B	11.7	9.9	8.4	7.1	6.0

分析师介绍

叶乐

纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

张舒怡

纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、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, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk