

# 中烟香港 (06055.HK)

## 境内免税市场独家出口卷烟，毛利率有望提升

买入 (维持)

2026年02月24日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

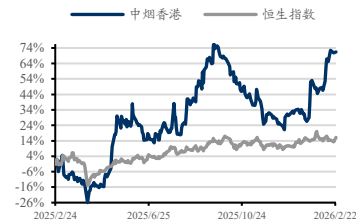
wanglj@dwzq.com.cn

| 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 | 14,856 | 16,071   | 17,470   |
| 同比(%)          | 42.19  | 10.46  | 13.63  | 8.17     | 8.71     |
| 归母净利润(百万港元)    | 598.77 | 853.74 | 938.26 | 1,057.95 | 1,300.22 |
| 同比(%)          | 59.71  | 42.58  | 9.90   | 12.76    | 22.90    |
| EPS-最新摊薄(港元/股) | 0.87   | 1.23   | 1.36   | 1.53     | 1.88     |
| P/E(现价&最新摊薄)   | 52.81  | 37.04  | 33.70  | 29.89    | 24.32    |

### 投资要点

- 公告概要:** 公司发布《有关独家卷烟出口业务的最新进展》公告,根据法规、国家烟草专卖局发布的《境内免税市场烟草制品管理办法》政策解读及中国现行法律法规,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。法规将于26年1月1日生效,并设有6个月实施过渡期。
- 优化境内关外免税市场卷烟出口业务供应链:** 法规实施前,中烟香港已与相关交易对手方(工业公司)订立框架协议,中烟香港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。根据60号文及框架协议,为继续通过中烟香港向中国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,中国国际将作为交易对手方代理人,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。新的业务模式将优化境内免税市场卷烟出口供应链。
- 卷烟出口业务毛利率有望提升:** 26年7月1日起,相关法规正式实施,工业公司的卷烟将由中烟香港直接出口至境内免税市场,供应链优化将提升公司卷烟出口业务毛利率,带动公司盈利能力提升。24年卷烟出口业务毛利2.46亿港元,占比20.1%,毛利率为17.6%,25H1卷烟出口业务毛利率为25.7%。考虑过渡期备货和发运节奏波动,预计27年起卷烟出口业务量恢复正常。
- 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。考虑卷烟出口业务毛利率上行,我们上调公司盈利预期,预计2025-2027年归母净利润分别为9.4/10.6/13.0亿港元(前值为9.4/10.4/12.1亿港元),对应PE为34/30/24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。

### 股价走势



### 市场数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元)      | 45.72       |
| 一年最低/最高价     | 19.82/48.10 |
| 市净率(倍)       | 9.03        |
| 港股流通市值(百万港元) | 31,623.61   |

### 基础数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(港元) | 5.06   |
| 资产负债率(%)  | 63.00  |
| 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): 2025年中期业绩点评: 主营稳健超预期, 经营提效支撑净利率相对稳定》

2025-08-24

《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】》

2025-07-28

## 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            |
| <b>流动资产</b>    | <b>9,372.29</b> | <b>9,748.64</b>  | <b>10,871.62</b> | <b>11,901.43</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>13,074.24</b> | <b>14,856.27</b> | <b>16,070.60</b> | <b>17,469.61</b> |
| 现金及现金等价物       | 517.47          | 2,617.78         | 3,612.86         | 4,493.23         | 营业成本            | 11,696.60        | 13,425.67        | 14,457.38        | 15,517.44        |
| 应收账款及票据        | 738.84          | 660.28           | 669.61           | 630.85           | 销售费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 存货             | 5,425.75        | 3,729.35         | 3,815.14         | 3,965.57         | 管理费用            | 158.40           | 222.84           | 241.06           | 262.04           |
| 其他流动资产         | 2,690.24        | 2,741.23         | 2,774.01         | 2,811.79         | 研发费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>非流动资产</b>   | <b>444.36</b>   | <b>522.75</b>    | <b>520.45</b>    | <b>508.71</b>    | 其他费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产           | 41.36           | 48.50            | 53.34            | 58.14            | <b>经营利润</b>     | <b>1,219.25</b>  | <b>1,207.75</b>  | <b>1,372.16</b>  | <b>1,690.13</b>  |
| 商誉及无形资产        | 350.25          | 342.73           | 335.59           | 319.06           | 利息收入            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 长期投资           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 利息支出            | 207.56           | 173.89           | 182.39           | 189.89           |
| 其他长期投资         | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 其他收益            | 103.84           | 133.71           | 144.64           | 139.76           |
| 其他非流动资产        | 52.76           | 131.51           | 131.51           | 131.51           | <b>利润总额</b>     | <b>1,115.52</b>  | <b>1,167.57</b>  | <b>1,334.41</b>  | <b>1,640.00</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>9,816.66</b> | <b>10,271.39</b> | <b>11,392.07</b> | <b>12,410.14</b> | 所得税             | 212.72           | 210.16           | 254.87           | 313.24           |
| <b>流动负债</b>    | <b>6,534.48</b> | <b>6,054.07</b>  | <b>6,099.96</b>  | <b>5,796.03</b>  | <b>净利润</b>      | <b>902.80</b>    | <b>957.41</b>    | <b>1,079.54</b>  | <b>1,326.76</b>  |
| 短期借款           | 2,947.74        | 2,847.74         | 3,047.74         | 2,947.74         | 少数股东损益          | 49.07            | 19.15            | 21.59            | 26.54            |
| 应付账款及票据        | 3,419.80        | 2,983.48         | 2,811.16         | 2,586.24         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>853.74</b>    | <b>938.26</b>    | <b>1,057.95</b>  | <b>1,300.22</b>  |
| 其他             | 166.94          | 222.84           | 241.06           | 262.04           | EBIT            | 1,323.09         | 1,341.46         | 1,516.80         | 1,829.89         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>94.90</b>    | <b>77.39</b>     | <b>77.39</b>     | <b>77.39</b>     | EBITDA          | 1,377.63         | 1,361.83         | 1,537.10         | 1,849.62         |
| 长期借款           | 0.00            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |                 |                  |                  |                  |                  |
| 其他             | 94.90           | 77.39            | 77.39            | 77.39            |                 |                  |                  |                  |                  |
| <b>负债合计</b>    | <b>6,629.39</b> | <b>6,131.46</b>  | <b>6,177.35</b>  | <b>5,873.42</b>  |                 |                  |                  |                  |                  |
| 股本             | 1,403.72        | 1,403.72         | 1,403.72         | 1,403.72         | <b>主要财务比率</b>   | <b>2024A</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     | <b>2027E</b>     |
| 少数股东权益         | 182.10          | 201.24           | 222.83           | 249.37           | 每股收益(港元)        | 1.23             | 1.36             | 1.53             | 1.88             |
| 归属母公司股东权益      | 3,005.17        | 3,938.68         | 4,991.88         | 6,287.35         | 每股净资产(港元)       | 4.34             | 5.69             | 7.22             | 9.09             |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9,816.66</b> | <b>10,271.39</b> | <b>11,392.07</b> | <b>12,410.14</b> | 发行在外股份(百万股)     | 691.68           | 691.68           | 691.68           | 691.68           |
|                |                 |                  |                  |                  | ROIC(%)         | 18.93            | 16.76            | 16.09            | 16.68            |
|                |                 |                  |                  |                  | ROE(%)          | 28.41            | 23.82            | 21.19            | 20.68            |
|                |                 |                  |                  |                  | 毛利率(%)          | 10.54            | 9.63             | 10.04            | 11.17            |
|                |                 |                  |                  |                  | 销售净利率(%)        | 6.53             | 6.32             | 6.58             | 7.44             |
|                |                 |                  |                  |                  | 资产负债率(%)        | 67.53            | 59.69            | 54.23            | 47.33            |
|                |                 |                  |                  |                  | 收入增长率(%)        | 10.46            | 13.63            | 8.17             | 8.71             |
|                |                 |                  |                  |                  | 净利润增长率(%)       | 42.58            | 9.90             | 12.76            | 22.90            |
|                |                 |                  |                  |                  | P/E             | 37.04            | 33.70            | 29.89            | 24.32            |
|                |                 |                  |                  |                  | P/B             | 10.52            | 8.03             | 6.34             | 5.03             |
|                |                 |                  |                  |                  | EV/EBITDA       | 13.69            | 23.39            | 20.21            | 16.26            |

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>