

2022年10月25日

永顺泰 (001338.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周四（10月27日）有一家主板上市公司“永顺泰”询价。
- ◆ **永顺泰 (001338)**：公司长期深耕麦芽的研发、生产和销售；目前产品以基础大麦芽为主，兼顾高端的特种麦芽等多种产品，是国内规模最大的麦芽制造商。公司2019-2021年分别实现营业收入29.38亿元/28.26亿元/30.25亿元，YOY依次为20.79%/-3.82%/7.04%，三年营业收入的年复合增速7.54%；实现归母净利润1.44亿元/1.35亿元/1.49亿元，YOY依次为-10.66%/-5.90%/10.29%。最新报告期末，2022H1公司实现营业收入19.67亿元，同比增长32.41%；实现归母净利润0.92亿元，同比下降29.06%。公司预计2022年归母净利润约13,209.12万元，较2021年度下降11.31%。

① **投资亮点**：1、公司是麦芽制造领域的龙头企业，产量位居国内第一、世界第五。公司借合理的产能布局，逐步成为国内产销规模最大的麦芽制造厂商；公司生产基地分布于广东、浙江、江苏、山东、河北的沿海港口，具有港口运输的便利条件、便于大规模的进口大麦原料，同时上述地区也是啤酒生产、消费的发达地区，能够有效降低物流成本。近年来，国内大麦原料在价格方面与进口大麦在竞争中处于不利位置，因此沿海地区的生产布局优势愈发显著。截至目前，公司下属5家麦芽制造企业、拥有11条自动化生产线，2021年总产能高达88万吨，产能规模位居中国第一、世界第五；突出的规模优势不仅能够满足下游客户对不同麦芽原料、不同供应地区的需求，还能通过大规模的批量化、自动化生产对原料实现较好的质量控制，从而保障产品品质高且质量稳定。2、公司的客户资源优质且稳定。公司业务始于1987年，经过多年的发展，公司及公司前身已与各大啤酒集团达成了长期稳固的合作关系；与燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒的合作达到30年，与百威英博、嘉士伯的合作超过20年，与华润啤酒、喜力啤酒的合作超过10年。同时，伴随着合作关系的持续深化，公司产品占客户麦芽采购比例持续上升；报告期间，约占百威英博（中国地区）、珠江啤酒50%的采购量，约占华润啤酒10%-35%的采购量，约占燕京啤酒20%-43%的采购量。目前，我国啤酒制造业呈现出显著的集中化趋势，中国前五大啤酒公司华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯在国内啤酒市场的市占率逐步提升，并于2020年超过90%；公司作为拥有丰富大客户资源的核心供应商，有望受益于集中化趋势的持续推进，利好公司产品渗透加速。3、公司为顺应行业发展趋势，产品向中高端领域持续推进，推出的特种麦芽有望提升公司业绩潜能。随着人民生活质量的提高，以及新生代趋向个性化、时尚化消费理念，进口啤酒连续4年以超过50%以上的速度增长，个性化小型精酿啤酒在国内各大地区开始兴起；借此，各大啤酒集团也纷纷推出中高端啤酒子品牌，啤酒市场整体向高端化、精酿化发展。公司是国内较早定位中高端领域的企业，已陆续推出结晶麦芽、焦香麦芽、黑麦芽等特种麦芽产品，并进入到喜力啤酒等中高端啤酒厂商的供应链当中。为巩固中高端领域的先发优势，公司拟投资5.22亿元建设“年产13万吨中高档啤酒麦芽项目”，进一步扩张特种麦芽的产能；该项目将于2022年11月进入试运行阶段，预计达产后，年增加销售收入4.36亿元、利润总额0.24亿元。

股价 -

交易数据

总市值（百万元）	-
流通市值（百万元）	-
总股本（百万股）	376.30
流通股本（百万股）	-
12个月价格区间	/

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.91	2.72	0.37
绝对收益	-10.53	-23.69	-39.57

分析师

李蕙

 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.com

相关报告



① **同行业上市公司对比：**啤酒制造行业的上市公司大多为啤酒生产公司，因此考虑主营性质的相似性、选取晨光生物、天马科技等农副产品加工行业上市公司为永顺泰的可比公司；根据上述可比公司来看，2021年同业平均收入规模为43.49亿元、PE-TTM为21.71X、销售毛利率为11.26%。公司的营收规模与毛利率水平均处于上述可比公司的中位区间；然而上述公司在经营模式、销售模式、产品特征等方面与永顺泰存在较大差别，因此，我们倾向性认为可比性可能较为有限。

◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	2,938.1	2,825.8	3,024.8
同比增长(%)	20.79	-3.82	7.04
营业利润(百万元)	146.0	137.4	153.0
同比增长(%)	-9.61	-5.88	11.36
净利润(百万元)	143.5	135.0	148.9
同比增长(%)	-10.66	-5.90	10.28
每股收益(元)		0.36	0.40

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、永顺泰	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2010 年-2021 年我国规模以上啤酒企业产量	5
图 6: 啤酒销售单价趋势	5
图 7: 我国麦芽产量及出口量 (万吨)	6
表 1: 2021 年我国前五大麦芽厂产量及市场占有率排名情况	6
表 2: 公司与核心大客户的合作情况	7
表 3: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 4: 同行业上市公司指标对比	8

一、永顺泰

公司自设立以来始终专注于麦芽的研发、生产和销售。麦芽奠定啤酒的基础风味，是啤酒生产环节中最主要的原料，影响着啤酒包含颜色、香气、酒体、平衡感以及尾韵等各个方面。制造过程中使用不同的工艺，可生产不同种类的麦芽；其中，基础麦芽在啤酒酿造中占用的比例大，奠定啤酒的基础风味；特种麦芽则是指着色麦芽、增香麦芽、小麦麦芽等，是经过不同于普通麦芽加工工艺而制成的麦芽或其他谷物发芽的制品，在特种啤酒酿造时配合基础麦芽使用，因而使用比例较低。公司产品以基础大麦麦芽为主，兼顾高端的特种麦芽等多种产品，是国内规模最大的麦芽制造商。

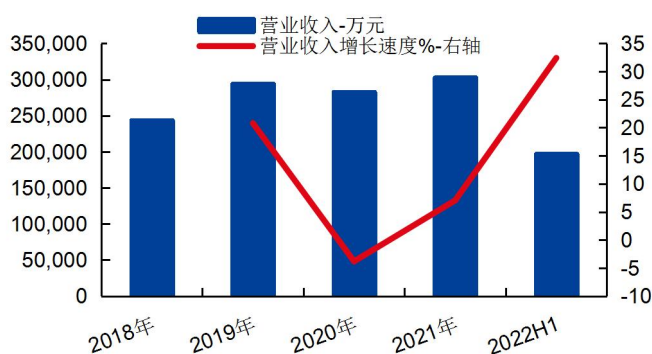
公司拥有与行业地位相匹配的技术积累与研发体系，公司麦芽技术研究院具有省级企业技术中心、省级工程技术研究中心的研发实力，中心实验室获得中国合格评定国家认可实验室（CNAS）认证，是我国麦芽行业检测指标覆盖面较广、检测能力较强的实验室之一。同时，公司还是《啤酒大麦》、《啤酒麦芽》国家标准的修订工作组副组长单位，并不断深入参与客户研发，定制高端麦芽，持续提高盈利能力和客户粘度。

（一）基本财务状况

公司 2019-2021 年分别实现营业收入 29.38 亿元/28.26 亿元/30.25 亿元，YOY 依次为 20.79%/-3.82%/7.04%，三年营业收入的年复合增速 7.54%；实现归母净利润 1.44 亿元/1.35 亿元/1.49 亿元，YOY 依次为-10.66%/-5.90%/10.29%。最新报告期，2022H1 公司实现营业收入 19.67 亿元，同比增长 32.41%；实现归母净利润 0.92 亿元，同比下降 29.06%。

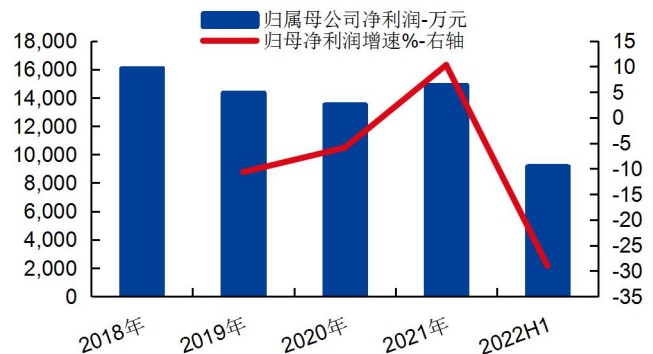
2021 年，公司主营业务收入按产品类别可分为两大板块，分别为大麦麦芽（27.47 亿元，96.35%）、小麦麦芽（1.04 亿元，3.65%）。报告期间，大麦麦芽始终为公司的核心产品和主要收入来源，三年的销售收入占比均超过 95%；整体来看，公司主营业务结构并未发生重大改变。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



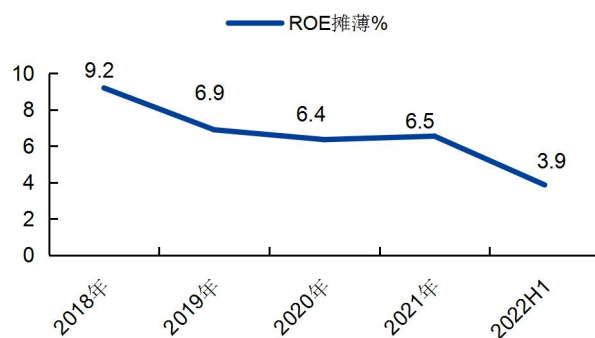
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

(二) 行业情况

公司长期深耕麦芽的研发、生产和销售；根据主营产品类型，公司可归属于“麦芽行业”。

麦芽是啤酒酿造中不可替代的主体原料，啤酒产业的发展和麦芽产业的发展息息相关。改革开放前，我国啤酒产业规模尚小，我国啤酒产量自 1953 年开始有统计数据，由 1953 年的 2.74 万吨，增长至 1978 年的 40.38 万吨，虽然产量增加较多，但基数小，产业规模不大，因此，麦芽产业亦未取得快速发展。改革开放以来，经过 30 多年的发展，我国啤酒工业成为世界上增长最快、产销量最大和竞争最为激烈的行业。2002 年，我国啤酒产量达到 2,386.8 万千升，超过美国成为世界第一，并连续 18 年居世界第一；同时，2021 年我国规模以上啤酒企业产量为 3,562.43 万千升。

随着国家产业升级的推进，人民生活质量的提高，以及年轻一代个性化、时尚化消费理念在不断深化，高端啤酒的销量不断增长。2015 年开始，我国啤酒行业进入了以高端化为方向的整合期；2015 年青岛啤酒收购三得利中国的 50% 股权、2017 年百威英博收购上海精酿啤酒拳击猫、2018 年华润啤酒收购喜力的在华业务等一系列整合，均显示了我国啤酒市场正往高端化转型。至此，我国啤酒销售单价也在逐年提高。根据燕京啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒、华润啤酒以及珠江啤酒的公开数据，上述五家我国主要啤酒生产厂商的啤酒销售单价从 2014 年开始呈上升趋势。

图 5：2010 年-2021 年我国规模以上啤酒企业产量

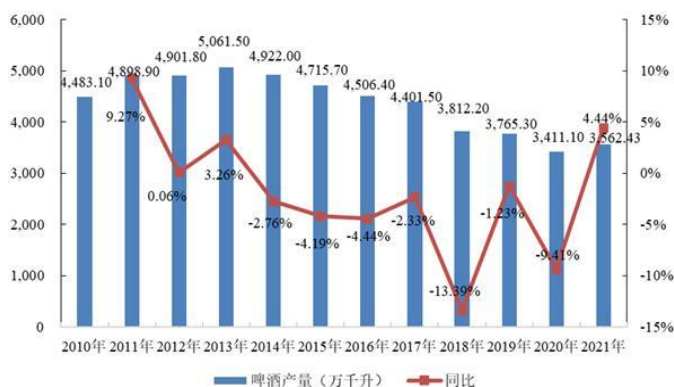


图 6：啤酒销售单价趋势



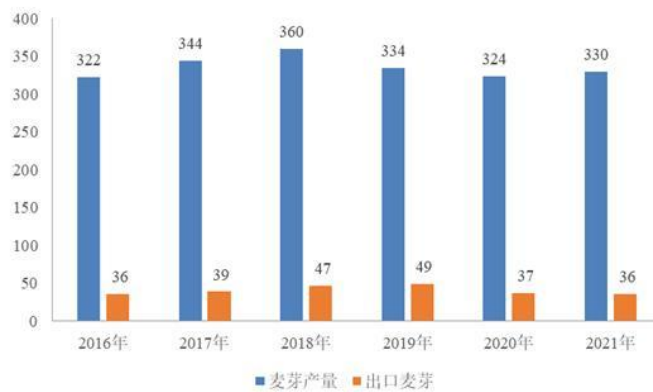
资料来源：国家统计局，华金证券研究所

资料来源：各公司年报等公开信息整理，华金证券研究所

备注：重庆啤酒 2020 年啤酒单价上涨较多系由于嘉士伯中国纳入合并范围所致。

随着我国啤酒销量的相对稳定，按照啤酒酿造每吨添加 70 千克麦芽计算，近年全国啤酒生产的麦芽需求量约为 260-300 万吨。2016 年至 2021 年，我国出口麦芽在 36 万吨至 49 万吨之间。因此，2016 年以来，全国麦芽产量保持平稳，与国内麦芽整体需求相匹配；2021 年，我国麦芽产量已达到 330 万吨。

图 7：我国麦芽产量及出口量（万吨）



资料来源：啤酒工业信息网，华金证券研究所

从竞争格局上看，我国已形成自动化、规模化、专业化的现代化的麦芽产业，形成以永顺泰为首的“两超多强，地域性小公司并存”的竞争格局。即永顺泰、中粮麦芽作为龙头企业，其产能在 60 万吨以上；大连兴泽、海越麦芽、江苏农垦、新蕾麦芽等产能在 10 万吨至 40 万吨的企业为第二梯队；再结合地区性产能在 10 万吨以下的小型厂商，构成了我国麦芽产业的竞争格局。

表 1：2021 年我国前五大麦芽厂产量及市场占有率排名情况

排名	公司名称	产量	市占率
1	永顺泰	88	26.67%
2	中粮麦芽	55	16.67%
3	大连兴泽	35	10.61%
4	海越麦芽	20	6.06%
5	江苏农垦	19	5.76%
前五名合计		217	65.76%
国内合计		330	100.00%

资料来源：啤酒工业信息网，华金证券研究所

然而，我国麦芽产业整体上处于产能过剩的状态，但龙头企业、部分区域又呈现供不应求的状态。首先，因为全国布局、供货稳定、质量较好，永顺泰、中粮麦芽等龙头企业的产能基本可以实现每年满产。而中小麦芽厂由于原材料供应不及时、设备落后、规模较小等原因难以获得大型啤酒厂商的订单而面临激烈竞争，过去几年中常有不满产或停产等情况。其次，华南区域经济发达，且区域内有珠江啤酒等较大规模的啤酒厂，但华南区域具有规模的麦芽制造企业仅有公司的子公司永顺泰广州，且永顺泰广州 30 万吨/年的产能还要兼顾东南亚出口的需求。

（三）公司亮点

1、公司是麦芽制造领域的龙头企业，产量位居国内第一、世界第五。公司借助合理的产能布局，逐步成为国内产销规模最大的麦芽制造厂商；公司生产基地分布于广东、浙江、江苏、山东、河北的沿海港口，具有港口运输的便利条件、便于大规模的进口大麦原料，同时上述地区也是啤酒生产、消费的发达地区，能够有效降低物流成本。近年来，国内大麦原料在价格方面与进口大麦在竞争中处于不利位置，因此沿海地区的生产布局优势愈发显著。截至目前，公司下属5家麦芽制造企业、拥有11条自动化生产线，2021年总产能高达88万吨，产能规模位居中国第一、世界第五；突出的规模优势不仅能够满足下游客户对不同麦芽原料、不同供应地区的需求，还能通过大规模的批量化、自动化生产对原料实现较好的质量控制，从而保障产品品质高且质量稳定。

2、公司的客户资源优质且稳定。公司业务始于1987年，经过多年的发展，公司及公司前身已与各大啤酒集团达成了长期稳固的合作关系；与燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒的合作达到30年，与百威英博、嘉士伯的合作超过20年，与华润啤酒、喜力啤酒的合作超过10年。同时，伴随着合作关系的持续深化，公司产品占客户麦芽采购比例持续上升；报告期间，约占百威英博（中国地区）、珠江啤酒50%的采购量，约占华润啤酒10%-35%的采购量，约占燕京啤酒20%-43%的采购量。目前，我国啤酒制造业呈现出显著的集中化趋势，中国前五大啤酒公司华润啤酒、青岛啤酒、百威英博、燕京啤酒、嘉士伯在国内啤酒市场的市占率逐步提升，并于2020年超过90%；公司作为拥有丰富大客户资源的核心供应商，有望受益于集中化趋势的持续推进，利好公司产品渗透加速。

表 2：公司与核心大客户的合作情况

客户名称	开始合作时间	业务获取方式	合同期限	占客户麦芽采购比例
百威英博	1999 年	招投标	至 2022 年 12 月	国内约 50%
华润啤酒	2004 年	招投标	至 2023 年 5 月	报告期内约 10%-35%
燕京啤酒	1990 年	招投标	至 2022 年 12 月	报告期内约 20%-43%
珠江啤酒	1989 年	招投标	至 2022 年 12 月	约 50%
宏全国际	2008 年	协商谈判	至 2023 年 8 月	约 100%
嘉士伯	1995 年	招投标	至 2023 年 12 月	报告期内约 5%-10%

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

3、公司为顺应行业发展趋势，产品向中高端领域持续推进，推出的特种麦芽有望提升公司业绩潜能。随着人民生活质量的提高，以及新生代趋向个性化、时尚化消费理念，进口啤酒连续4年以超过50%以上的速度增长，个性化小型精酿啤酒在国内各大地区开始兴起；借此，各大啤酒集团也纷纷推出中高端啤酒子品牌，啤酒市场整体向高端化、精酿化发展。公司是国内较早定位中高端领域的企业，已陆续推出结晶麦芽、焦香麦芽、黑麦芽等特种麦芽产品，并进入到喜力啤酒等中高端啤酒厂商的供应链当中。为巩固中高端领域的先发优势，公司拟投资5.22亿元建设“年产13万吨中高档啤酒麦芽项目”，进一步扩张特种麦芽的产能；该项目将于2022年11月进入试运行阶段，预计达产后，年增加销售收入4.36亿元、利润总额0.24亿元。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

1、广麦 4 期扩建项目：本项目计划建设 10 万吨/年麦芽生产线，建成后公司位于广州的总产能将达 40 万吨/年，较目前增长 33%，有助于公司巩固华南地区市场份额。项目达产后，年增加销售收入 35,240 万元，年增加利润总额 290 万元，项目投资回收期为 12.09 年，项目内部收益率 5.55%。

2、年产 13 万吨中高档啤酒麦芽项目：本项目计划建设 13 万吨/年中高档啤酒麦芽生产线，建成后有助于公司拓展在华东的市场份额。项目达产后，年增加销售收入 43,575 万元，年增加利润总额 2,421 万元，项目投资回收期为 14.52 年，项目内部收益率 5.84%。

表 3：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金 金额 (万元)	项目建 设期
1	广麦 4 期扩建项目	50,305.00	42,453.40	43 个月
2	年产 13 万吨中高档啤酒麦芽项目	52,204.00	36,971.14	35 个月
	合计	102,509.00	79,424.54	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 30.25 亿元，同比增长 7.04%；实现归属于母公司净利润 1.49 亿元，同比增长 10.29%。根据初步预测，公司预计 2022 年实现营业收入为 380,380.35 万元，较 2021 年度增长 25.75%；预计实现归母净利润 13,209.12 万元，较 2021 年度下降 11.31%；预计实现扣除非经常性损益后净利润 11,062.19 万元，较 2021 年度下降 25.70%。对于 2022 年扣除非经常性损益后净利润出现的波动，主要原因系公司开展的远期外汇合约业务产生了较大的投资收益及公允价值变动收益，被计入非经常性损益。

公司专注于啤酒麦芽领域，属于啤酒制造行业子行业。目前，啤酒制造行业的上市公司大多为啤酒生产公司，因此考虑主营性质的相似性、选取晨光生物、天马科技、冠农股份、保龄宝等农副产品加工行业上市公司为永顺泰的可比公司；根据上述可比公司来看，2021 年同业平均收入规模为 43.49 亿元、PE-TTM（算数平均）为 21.71X、销售毛利率为 11.26%。相较而言，公司的营收规模与毛利率水平均处于上述可比公司的中位区间；然而上述公司在经营模式、销售模式、产品特征等方面与永顺泰存在较大差别，因此，我们倾向性认为可比性可能较为有限。

表 4：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
300138.SZ	晨光生物	85.08	21.10	48.74	24.55%	3.52	31.29%	14.75%	12.62%
603668.SH	天马科技	77.76	32.30	54.19	48.88%	0.84	21.21%	10.21%	4.51%
600251.SH	冠农股份	65.06	19.36	43.37	56.62%	3.01	22.01%	6.70%	10.94%
002286.SZ	保龄宝	32.02	14.06	27.65	34.58%	2.02	304.28%	13.39%	11.12%
001338.SZ	永顺泰	/	/	30.25	7.04%	1.49	10.29%	9.92%	6.54%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

国际贸易政策变动的风险，原材料价格波动的风险，下游需求波动的风险，客户集中度较高的风险，食品安全和质量控制的风险，产品结构单一、行业成长空间较小且竞争加剧的风险，公司持续盈利能力受到不利影响的风险，控股股东控制不当的风险，与控股公司架构相关的风险，待执行亏损合同计提负债的风险，存货发生跌价的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn