

永顺泰 (001338.SZ)

亚洲麦芽龙头：背靠粤海控股，成本红利+高端定制驱动高增长

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,840	4,282	4,914	5,592	6,311
增长率 yoy (%)	15.5	-11.5	14.7	13.8	12.9
归母净利润(百万元)	174	299	365	447	522
增长率 yoy (%)	11.2	72.5	21.8	22.5	16.9
ROE (%)	5.1	8.3	9.5	10.6	11.2
EPS最新摊薄(元)	0.35	0.60	0.73	0.89	1.04
P/E(倍)	36.9	21.4	17.6	14.4	12.3
P/B(倍)	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

亚洲最大麦芽供应商，背靠广东粤海控股集团。永顺泰作为亚洲最大的麦芽供应商，依托广东、浙江、河北、山东、江苏五大沿海省份的生产基地网络构建物流成本壁垒，同时与百威啤酒、青岛啤酒、华润雪花啤酒等头部客户有超过 20 多年的合作历史，定制化、高端化的特制麦芽工艺进一步提升客户粘性。公司控股股东广东粤海控股集团是广东省政府全资企业、广东省在境外规模最大的省属国有综合性企业集团，旗下拥有粤海投资、广南集团、粤海置地 3 家香港上市公司，永顺泰 1 家 A 股上市公司，目前已形成水务环境、食品生物、城建运营与产业投资“3+1”的业务格局。此外，广东粤海控股集团还是“双百行动”综合改革试点企业和广东省属首家国有资本投资公司改革试点企业，在国企改革背景下，带动永顺泰通过产购销协同、三精管理等措施努力提高经营业绩，2020-2024 年永顺泰归母净利润从 1.35 亿提升至 2.99 亿，复合增速为 22.02%。

国资控股，引入战投注入市场化活力。公司 1987 年开始专业从事啤酒麦芽的研发、生产和销售，2017 年启动 A 股 IPO 项目，2019 年公司推动混改，引入了知名战略投资者，截至 2020 年 3 月，公司以增资扩股和老股转让的方式合计引入 15 家战略投资者（其中 14 家为非公资本），合计转让 29.95% 的股权（非公资本 27.44%）。在引入战投后，2020 年实施员工持股计划，激发了员工积极性，2022 年于深交所正式挂牌上市。

2024 年进口大麦成本处于低位，利润端实现高增。2024 年公司实现营收 42.82 亿元（yoy-11.53%），实现归母净利润 2.99 亿元（yoy+72.50%），实现扣非归母净利润 2.82 亿元（yoy+112.08%）。公司主要业务为销售麦芽产品，2024 年该业务收入 40.67 亿元（yoy-11.42%），营收占比 94.97%（yoy+0.12pct）。2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 11.93%/6.99%，分别同比增长 3.50/3.41pct，主要得益于 2024 年原材料大麦进口成本处于低位以及有效把控采购节奏。公司原材料主要从澳大利亚、加拿大、法国、阿根廷等国进口，2024 年进口大麦价格指数处于自 2018 年以来的低位区间，叠加 2023 年 8 月我国商务部终止向原产于澳大利亚的进口大麦征收反倾销税及反补贴税，有效降低原材料价格。费用率方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.28%/2.64%/0.41%/0.28%，分别同比 +0.03/+0.35/+0.05/-0.74pct，整体较为稳定。

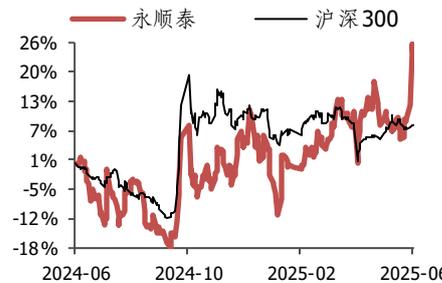
深度绑定头部客户，定制化产品强化竞争壁垒。麦芽作为啤酒酿造的关键原料，其风味物质对啤酒的风味有着至关重要的作用。大型啤酒客户对原材料质量和稳定性要求较高，对供应商的选择要求较高。经过 30 余年的积累，公司与各大啤酒集团建立了紧密且稳固的合作关系，与百威啤酒、喜力啤酒、嘉士伯、华润雪花啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒等知名啤酒制造商均有超过 20 年的合作历史。此外，公司致力于为客户提供定制化产

增持（首次评级）

股票信息

行业	农林牧渔
2025年6月6日收盘价(元)	12.78
总市值(百万元)	6,412.12
流通市值(百万元)	3,015.50
总股本(百万股)	501.73
流通股本(百万股)	235.95
近3月日均成交额(百万元)	181.73

股价走势



作者

分析师 刘鹏
执业证书编号：S1070520030002
邮箱：liupeng@cgws.com
分析师 袁紫馨
执业证书编号：S1070524090004
邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

品，例如结晶麦芽、焦香麦芽、黑麦芽等特种麦芽产品，强化竞争壁垒。根据中研网，当前我国啤酒产业正处于“以质换量”阶段，8-15元和15元以上啤酒产品供给显著增长；此外，精酿啤酒产能迅速增长，近3年分别新增了约1700家、2200家、3100家精酿企业。随着我国中高端啤酒产品的销量占比持续提升，未来麦芽行业高端领域增速有望领先行业整体增速，公司在高端领域的先发优势有望扩大。

推进产能优化和效能提升，提升高端麦芽生产能力。根据公司战略发展规划，2024年上半年公司下属宝麦公司立项新增5万吨/年特制麦芽生产线项目，有助于提升高端生产能力，优化产品结构。截至2024年底，公司已有设计产能108万吨/年，2024年麦芽产品销量106.81万吨，销量104.66万吨，产能利用率和产销率均接近100%，产能规模位居亚洲第一、世界第四。目前我国麦芽行业整体呈现以永顺泰为首的“两超多强，区域性公司并存”的高度竞争格局。

投资建议：公司是亚洲最大的麦芽供应商，具备显著的规模优势、深厚的客户壁垒、独特的成本结构（沿海基地+全球采购）和领先的高端定制化能力，并背靠实力雄厚的粤海控股集团，享受国企改革红利。我们看好公司积极把握短期成本红利，布局中长期高端化成长逻辑。预计公司2025-2027年实现营收49.14/55.92/63.11亿元，分别同比增长14.7%/13.8%/12.9%；实现归母净利润3.65/4.47/5.22亿元，分别同比增长21.8%/22.5%/16.9%；对应PE估值分别为18/14/12X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险、行业竞争加剧风险、国际贸易政策变动风险、汇率变动风险、食品安全和质量控制风险、客户集中度较高风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3234	2977	3432	4623	4584
现金	553	895	1054	1934	1566
应收票据及应收账款	1014	936	1074	1222	1380
其他应收款	5	6	7	8	9
预付账款	33	26	29	34	38
存货	1463	1007	1168	1324	1490
其他流动资产	166	108	98	100	101
非流动资产	1284	1271	1243	1226	1211
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1187	1190	1179	1169	1157
无形资产	46	43	37	32	26
其他非流动资产	51	38	26	26	28
资产总计	4517	4249	4675	5849	5795
流动负债	1143	618	830	1616	1113
短期借款	219	45	132	88	110
应付票据及应付账款	703	334	457	1275	738
其他流动负债	222	239	241	253	265
非流动负债	0	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	10	10	10	10
负债合计	1144	628	840	1626	1123
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	502	502	502	502	502
资本公积	1812	1812	1812	1812	1812
留存收益	1059	1306	1487	1709	1969
归属母公司股东权益	3373	3621	3835	4223	4672
负债和股东权益	4517	4249	4675	5849	5795

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3085	2444	311	1063	-234
净利润	174	299	365	447	522
折旧摊销	80	91	80	82	84
财务费用	49	12	32	20	18
投资损失	-18	-3	-4	-4	-4
营运资金变动	306	155	-159	519	-852
其他经营现金流	2494	1889	-1	-1	-1
投资活动现金流	-272	-24	-48	-61	-65
资本支出	183	111	60	65	69
长期投资	-92	72	0	0	0
其他投资现金流	2	15	12	4	4
筹资活动现金流	-2939	-2075	-104	-122	-69
短期借款	-355	-174	87	-43	22
长期借款	-32	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2552	-1901	-191	-79	-90
现金净增加额	-131	347	159	880	-368

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4840	4282	4914	5592	6311
营业成本	4432	3771	4377	4962	5584
营业税金及附加	21	23	27	31	35
销售费用	12	12	15	18	22
管理费用	111	113	131	149	168
研发费用	18	18	21	22	25
财务费用	49	12	32	20	18
资产和信用减值损失	-59	-40	-46	-52	-58
其他收益	21	10	11	10	10
公允价值变动收益	4	0	0	0	0
投资净收益	18	3	4	4	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	179	306	373	457	534
营业外收入	0	2	1	1	1
营业外支出	1	2	1	2	1
利润总额	178	306	373	457	534
所得税	5	7	8	10	12
净利润	174	299	365	447	522
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	174	299	365	447	522
EBITDA	255	373	431	503	574
EPS (元/股)	0.35	0.60	0.73	0.89	1.04

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	15.5	-11.5	14.7	13.8	12.9
营业利润 (%)	11.7	71.1	22.1	22.5	16.8
归属母公司净利润 (%)	11.2	72.5	21.8	22.5	16.9
获利能力					
毛利率 (%)	8.4	11.9	10.9	11.3	11.5
净利率 (%)	3.6	7.0	7.4	8.0	8.3
ROE (%)	5.1	8.3	9.5	10.6	11.2
ROIC (%)	4.7	7.5	8.7	9.5	10.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.3	14.8	18.0	27.8	19.4
净负债比率 (%)	-9.9	-23.2	-24.1	-43.7	-31.2
流动比率	2.8	4.8	4.1	2.9	4.1
速动比率	1.5	3.0	2.6	2.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.08	0.98	1.10	1.06	1.08
应收账款周转率	5.15	4.40	4.92	4.90	4.88
应付账款周转率	9.41	7.71	12.12	6.00	5.80
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.60	0.73	0.89	1.04
每股经营现金流 (最新摊薄)	6.15	4.87	0.62	2.12	-0.47
每股净资产 (最新摊薄)	6.72	7.22	7.64	8.42	9.31
估值比率					
P/E	36.9	21.4	17.6	14.4	12.3
P/B	1.9	1.8	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	23.5	14.9	12.7	9.0	8.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街129号金隅大厦B座27层
邮编：100031
传真：86-10-88366686