

## 价差走阔 麦芽景气周期或将启动

——永顺泰（001338.SZ）

农林牧渔/农产品加工



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

公司是中国领先，世界一流的麦芽制造企业，适应规模效应显著的麦芽行业。麦芽行业具有资本壁垒，不适合中小玩家。公司拥有 11 条自动化产线，总产能 85 万吨，位居中国第一，世界第五，且技术领先，产品种类丰富。

- 麦芽行业所需的固定资产投资大；原材料需要大批量采购，运营成本高；行业利润率低于啤酒，因此也不适于啤酒行业向上扩张；麦芽不适宜长途运输，所以一般一省一家左右的麦芽厂家较为经济。
- 公司产品原材料来自世界各国，且覆盖基础+特种多个麦芽品类；公司产能遍布江、浙、粤、鲁、冀，覆盖了较多的下游客户；且公司具有高于行业的质量控制水平。

与各大啤酒集团建立了紧密且稳固的合作关系，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。□

- 大型啤酒客户对麦芽企业的选择流程较长，一般不会轻易更换。
- 麦芽差异会对啤酒口感产生影响，公司与各大啤酒集团多年磨合，可以精准满足客户较高的要求。
- 公司通过可提供定制化麦芽，提高客户粘性。公司已为百威英博、华润啤酒、燕京啤酒等客户提供特殊工艺的定制化麦芽产品，建立起区别于其他麦芽厂商的竞争优势。

**募集资金打开产能瓶颈，助力业绩提升。**近年来公司产能利用率、产销率均在 100% 左右，上市募集资金助力公司产能提升，预计将增加 23 万吨产能，产能提升超 1/4。而扩产地广东、江苏麦芽需求较大，预计可以较好地消化产能。

**投资建议：**我们预测 22-24 年公司营收分别为 38.1 亿元/44.6 亿元/41.5 亿元，同比增长+26%/+17%/-7%；同期归母净利润分别为 1.2 亿元/6.1 亿元/3.7 亿元，同比增长-21%/+415%/-39%；同期 EPS 分别为 0.23 元/1.21 元/0.73 元；当前股价对应 PE 分别为 82 倍/16 倍/26 倍，参考同行业公司的估值水平，给予公司 23 年 22X PE，对应合理股价为 27 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格异常波动，行业竞争加剧，麦芽销量不及预期。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,825.8	3,024.82	3,810.38	4,463.20	4,149.22
增长率(%)	-3.82%	7.04%	25.97%	17.13%	-7.04%
归母净利润(百万元)	135.04	148.93	117.66	605.92	367.47
增长率(%)	-5.90%	10.28%	-21.00%	414.97%	-39.35%
净资产收益率(%)	6.35%	6.54%	4.66%	19.37%	10.51%
每股收益(元)	0.36	0.40	0.23	1.21	0.73
PE	53.14	47.83	81.57	15.84	26.12
PB	3.38	3.16	3.80	3.07	2.75

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 03 月 02 日

汪冰洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030003

张弛

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121120005

Zhangchi03@shgsec.com

17621838100

## 交易数据

时间 2023.3.1

总市值/流通市值(亿元)	95.98/24.0
总股本(万股)	50,173.08
资产负债率(%)	38.31
每股净资产(元)	6.37
收盘价(元)	19.13
一年内最低价/最高价(元)	31.19/8.18

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 相关报告

## 内容目录

1. 公司基本情况.....	3
2. 麦芽行业情况.....	4
2.1 麦芽产业链分析.....	4
2.2 麦芽行业的供需格局.....	5
2.2.1 需求端.....	5
2.2.2 供给端.....	6
2.3 行业竞争格局及发展趋势.....	16
3. 公司分析.....	17
3.1 公司的经营模式.....	17
3.1.1 生产：产能不足限制扩张步伐.....	17
3.1.2 销售：倚重沿海 直销为主.....	19
3.2 公司的竞争优势.....	21
3.2.1 规模优势.....	21
3.2.2 优质且稳定的客户优势.....	22
3.2.3 技术优势.....	23
4. 盈利预测与估值.....	23
4.1 盈利预测.....	23
4.2 估值分析.....	24
5. 风险提示.....	25

## 图表目录

图 1： 公司股权结构.....	4
图 2： 麦芽产业链上下游.....	5
图 3： 啤酒产量自 2013 年来下滑趋势明显.....	5
图 4： 近年来啤酒企业单价有所提升.....	6
图 5： 中国大麦供给格局.....	6
图 6： 澳麦一度占据中国大麦进口的过半份额.....	7
图 7： 澳麦进口量原因分析.....	8
图 8： 我国大麦供给充足.....	9
图 9： 全球大麦产量基本稳定.....	10
图 10： 大麦主产国产量分布（2021 年，万吨，%）.....	10
图 11： 中国自主要进口国大麦进口量占比.....	11
图 12： 中国自主要进口来源国大麦进口量对比（万吨）.....	11
图 13： 部分大麦主产国产量变化情况.....	12
图 14： 全球大麦产量决定了国际市场大麦价格.....	13
图 15： 全球大麦价格决定了中国进口大麦价格.....	14
图 16： 大麦进口价格是我国进口量的决定因素（阶段 1）.....	15
图 17： 大麦进口价格是我国进口量的决定因素（阶段 2）.....	15
图 18： 公司麦芽生产工艺流程.....	17
图 19： 公司近年来处于满产满销状态（单位：万吨）.....	18
图 20： 公司产能分布于冀鲁江浙粤等省份的沿海地区.....	18
图 21： 公司主营业务收入的地区来源.....	19
图 22： 公司营收主要来自直销.....	19

图 23: 近年公司经销毛利率整体略高于直销.....	19
图 24: 近年公司经销/直销麦芽吨价对比 (元/吨) .....	20
图 25: 2021 年海运价格大幅上涨.....	20
图 26: 公司对主要客户的销售额 (万元) .....	21
表 1: 麦芽行业上游供给量推算.....	8
表 2: 我国主要麦芽企业产能产量及市占率.....	16
表 3: 公司经营模式.....	17
表 4: 关键假设及主要指标.....	24
表 5: 同业估值情况对比 .....	25
表 6: 原材料价格及汇率假设变动后公司的盈利预测结果 .....	25
表 7: 麦芽销售价格较假设下调后的盈利预测 .....	25
表 8: 麦芽产销率下滑后的盈利预测 .....	26
表 9: 公司盈利预测表 .....	27

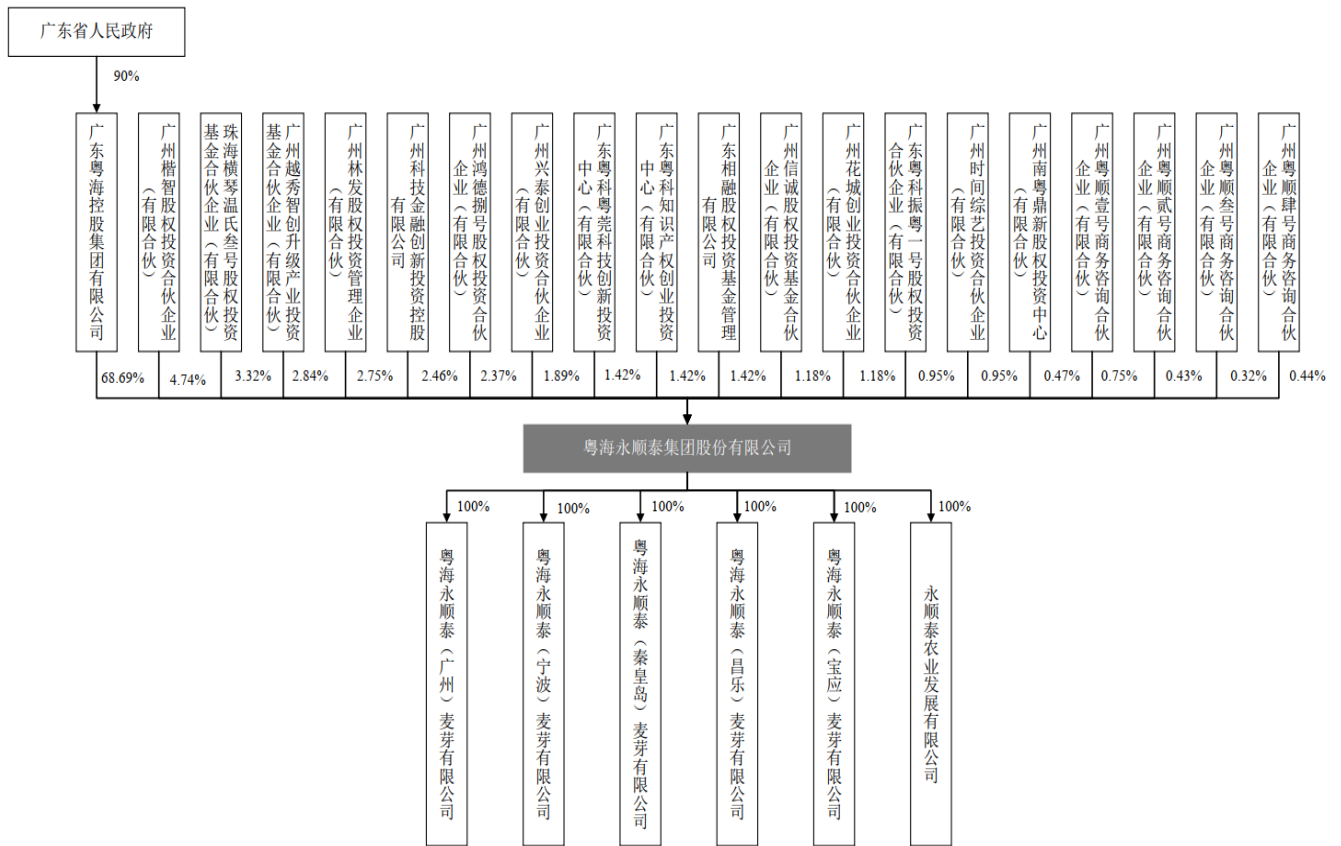
## 1. 公司基本情况

**中国领先，世界一流的麦芽制造商。**公司业务始于 1987 年，公司设立以来主要从事麦芽的研发、生产和销售。经过多年的积累，已发展成国内产销规模最大的麦芽制造厂商。据招股书披露，公司目前拥有生产线 11 条，均实现了自动化生产，总产能 85 万吨，产能规模位居中国第一、世界第五。

据招股书披露，公司与百威英博、华润啤酒、燕京啤酒、珠江啤酒、青岛啤酒、嘉士伯、喜力啤酒等知名啤酒制造商均有超过 10 年的合作历史。2021 年，公司在国内的市场占有率达到 27%。同时，公司是国内最大的麦芽出口企业，产品已外销至东南亚、日本、韩国等多个国家和地区，2021 年，公司麦芽的出口规模占我国麦芽出口规模的 46%。

**国有背景，有利于公司对外融资。**公司第一大股东为粤海控股集团，属广东省政府控股的国有企业，且持股比例较高。国有背景的股权结构有利于公司以较低成本融资，这在注重规模效应、较为重资产的麦芽制造业十分重要。

图1：公司股权结构



资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 2. 麦芽行业情况

### 2.1 麦芽产业链分析

麦芽产业链上下游较为单一，上游主要为大麦种植企业及国际粮商，下游主要为啤酒酿造企业。目前麦芽行业整体上较为稳定，行业集中度较高且仍在提升。产能分布由内陆向沿海转移，且存在较为明显的高端化趋势。

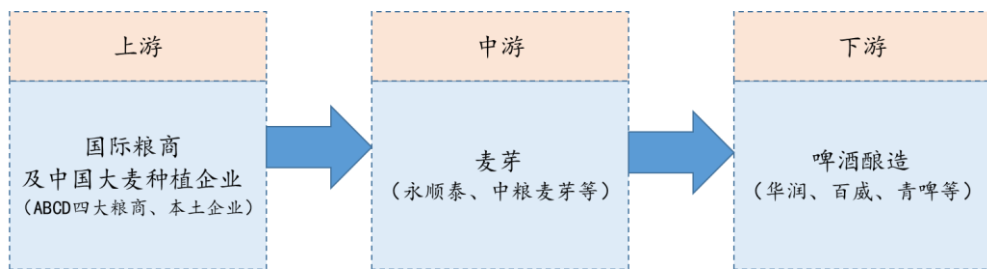
#### 上游情况

麦芽的上游主要原料为大麦，而我国大麦较为依赖进口，啤酒大麦主要进口自加拿大、法国、阿根廷、澳大利亚等国。截至 22 年 Q3，我国大麦进口量 444.17 万吨，同比降 48.76%。

#### 下游情况

麦芽的下游需求方主要是啤酒行业。我国自 2002 年起连续多年成为全球最大的啤酒消费市场和生产国。2021 年，我国规上企业啤酒产量达到 3562.4 万千升，同比增长 4.44%；截至 2022 年前三季度我国啤酒产量为 2947.9 万千升，同比增长 0.81%。

图2：麦芽产业链上下游



资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

## 2.2 麦芽行业的供需格局

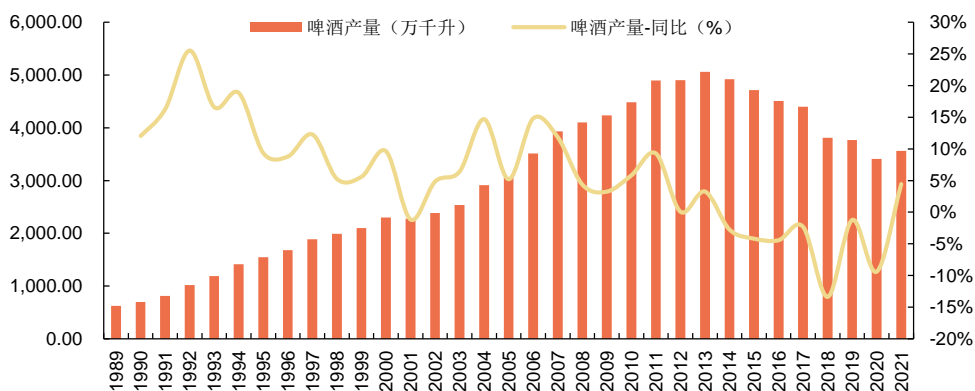
整体来看，麦芽行业需求端的量增空间有限，增长动能主要来自产品升级带来的价格提升。供给端受到政策、国际局势、大麦粮食产量等因素影响，但整体上波动有限。

### 2.2.1 需求端

下游啤酒消费量有所下滑，麦芽的市场销量增长空间受限。

麦芽的下游主要是啤酒制造业，我国啤酒产量自 2013 年以来下滑趋势显著。原因一是人民生活水平提高的过程中，对酒精饮料的消费更加理性；二是我国老龄化趋势下，作为啤酒主力消费人群的青壮年人口占比有所下降所致。2021 年，我国规模以上企业啤酒产量 3562.4 万千升，较 2013 年的 5061.5 万千升下滑 29.62%。

图3：啤酒产量自 2013 年来下滑趋势明显



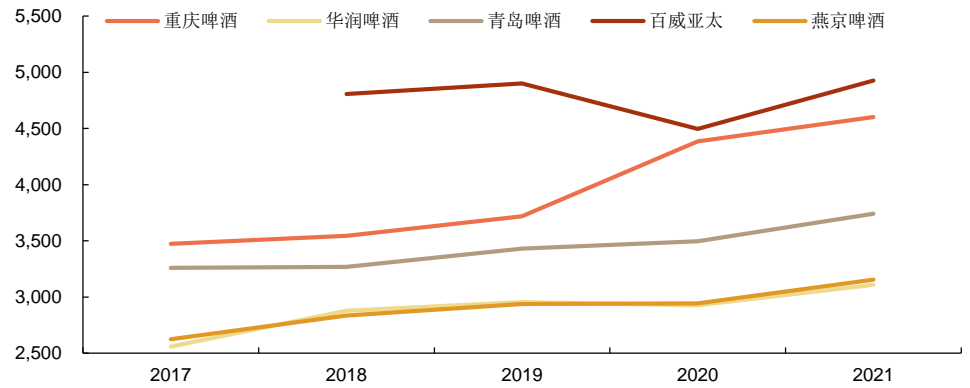
资料来源：Wind，申港证券研究所

按照每吨啤酒生产添加 70 千克麦芽计算，2021 年规模以上企业啤酒生产需要约 249 万吨麦芽。

### 啤酒行业呈现明显的高端化趋势

近年来，我国啤酒单价有所提升，17-21 年间，华润、青啤、燕京、重啤等主要啤酒企业以 5% 左右的年复合增速提升其啤酒吨价。

图4：近年来啤酒企业单价有所提升



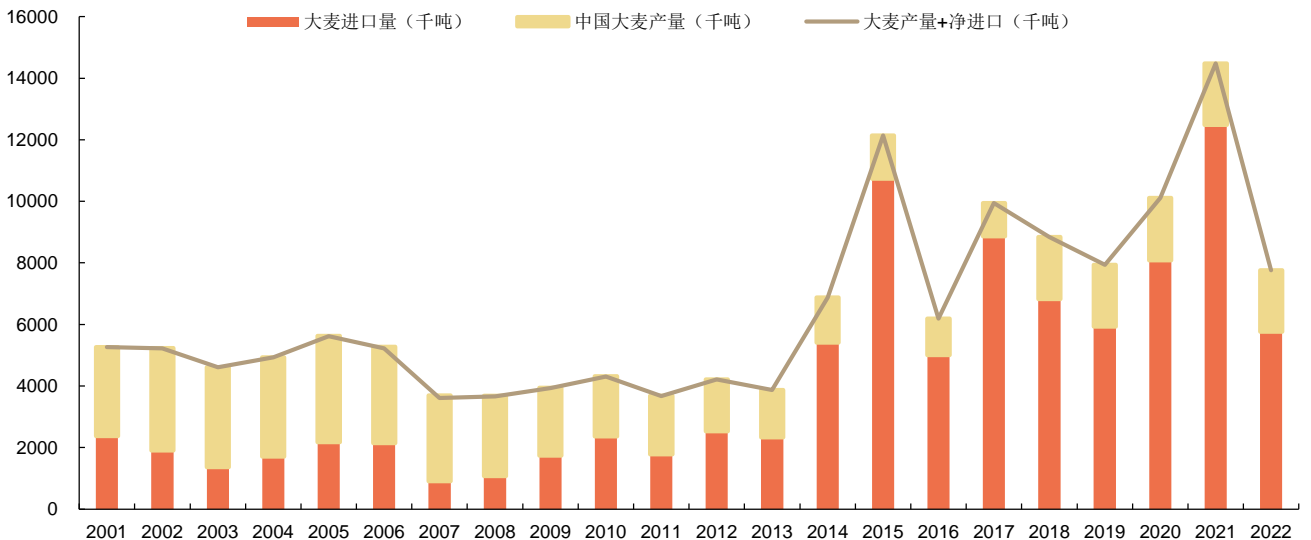
资料来源：Wind，申港证券研究所

### 2.2.2 供给端

据 wind 披露的数据，近年来我国麦芽产量总体较为稳定，维持在 300 万吨上下，其中 2021 年我国麦芽产量为 330 万吨。由于麦芽是由大麦制备而成，我们主要对大麦的供给量做分析。

进口占比显著提升，已成为大麦主要来源。我国大麦由国产+进口两部分构成。2014 年以来，我国进口大麦数量显著走高，已经成为大麦供给中的绝对主力；相比而言，国产大麦的产量和占比均呈现下降态势。我国大麦出口量很小。

图5：中国大麦供给格局



资料来源：Wind，海关总署，美国农业部，申港证券研究所

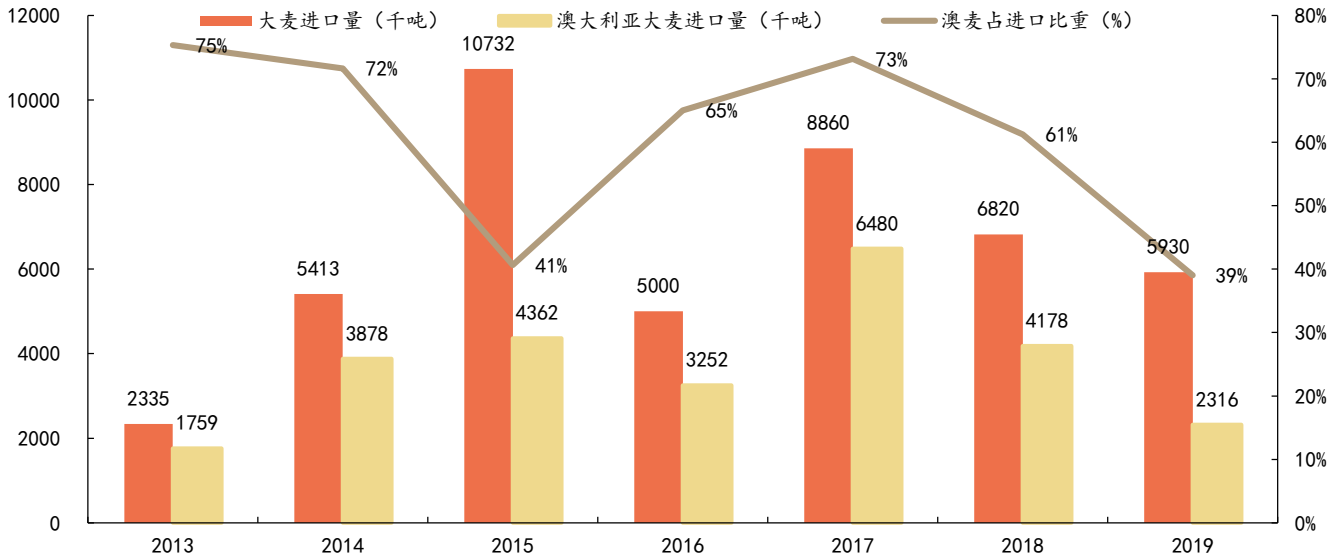
注：进口量数据来源为海关总署，产量及出口量数据来自美国农业部，数据均来自 wind 导出。

注：因大麦出口量很低，基本不足产量或进口量的 1%，因此在图中不做展示。

澳大利亚曾经是我国主要大麦进口国，从该国进口的大麦量很大程度影响我国当年的大麦总进口量。2014 年以来我国大麦进口量的大幅攀升，很大程度上来自于我

国自澳大利亚进口大麦数量的增长。2013-2019 年间，我国自澳大利亚进口大麦数量保持在约 200-600 万吨的量级，澳麦在此期间基本上占据了我国大麦进口中的过半份额。

图6：澳麦一度占据中国大麦进口的过半份额



资料来源：Wind，海关总署，申港证券研究所

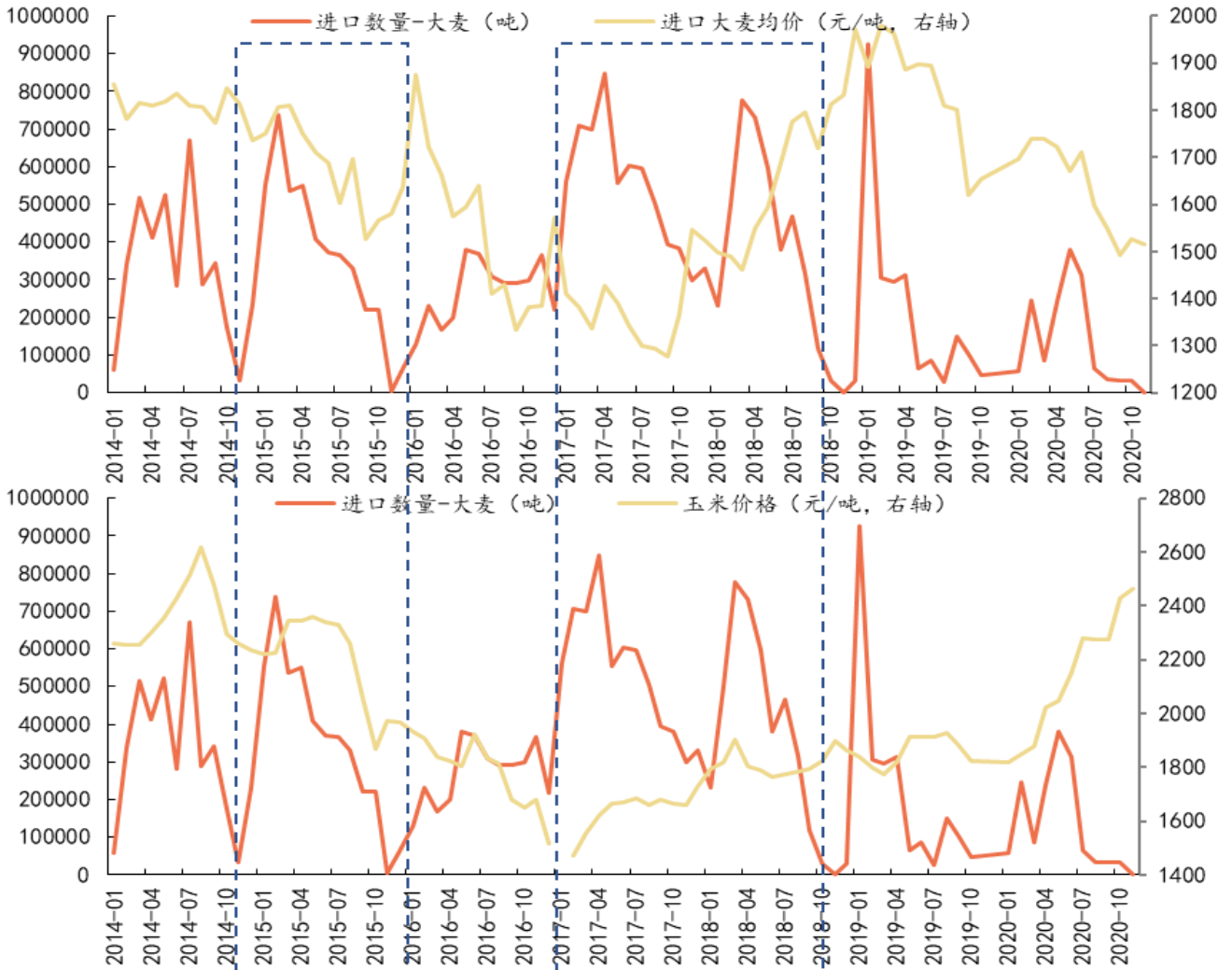
从上图看，为什么 2015、2017 两年大麦进口量突增？主要与大麦价格及玉米价格相关。

**2017 年的进口量增长主要是受益于大麦价格偏低。**2017 年，我国大麦进口量 886 万吨，形成一个小高潮，当年澳麦进口 648 万吨，也创下历史新高。这对应着当期较低的进口大麦价格，2017 年全年进口大麦均价维持在约 1300-1500 元的低价位区间震荡，该价格也是 2014 年以来的最低价格区间，随之而来的是 1-8 月间每个月都在 50-80 万吨的单月进口量。此后，2018 年后大麦均价逐步走高，大麦进口量在波动中呈现明显减少态势，并在 2018 年底创下不足 400 吨的单月进口新低。

**2015 年的大麦进口量大增，则主要是由于国内玉米价格维持高位。**虽然当前我国饲料仍主要以玉米作为原材料，但是当国内玉米价格持续数月维持高位时，大麦的价格优势凸显，也可以用大麦作为玉米的代替。2014、2015 两年，玉米价格持续维持高位运行，为了降低成本，饲料企业采购大麦作为玉米的替代物，拉升了当期的大麦进口量。



图7: 澳麦进口量原因分析



资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们认为大麦供给不会对麦芽行业形成明显制约。一般 100 公斤大麦可以制成 80 公斤左右的麦芽<sup>1</sup>。我们据此推算,近年来国产大麦可以供给 150 万吨以上的麦芽需求,进口大麦理论上可以供给约 500 万吨量级的麦芽需求,二者合计可以保障约 600 万吨的麦芽需求;而据上文推算,2021 年我国规上啤酒企业的麦芽需求仅 249 万吨,即使考虑到部分中小啤酒厂、产量统计误差与遗漏等,大麦的产能也可以充分保障啤酒行业的麦芽需求。此外,大麦按照等级由高到低一般分为啤酒麦、皮麦、饲料麦,作为啤酒原材料的大麦享有较高的溢价,因此我们判断其他类别的大麦需求难以侵占啤酒麦芽的供给。综上,我们认为供给端对麦芽行业的产能不会形成制约。

表1: 麦芽行业上游供给量推算

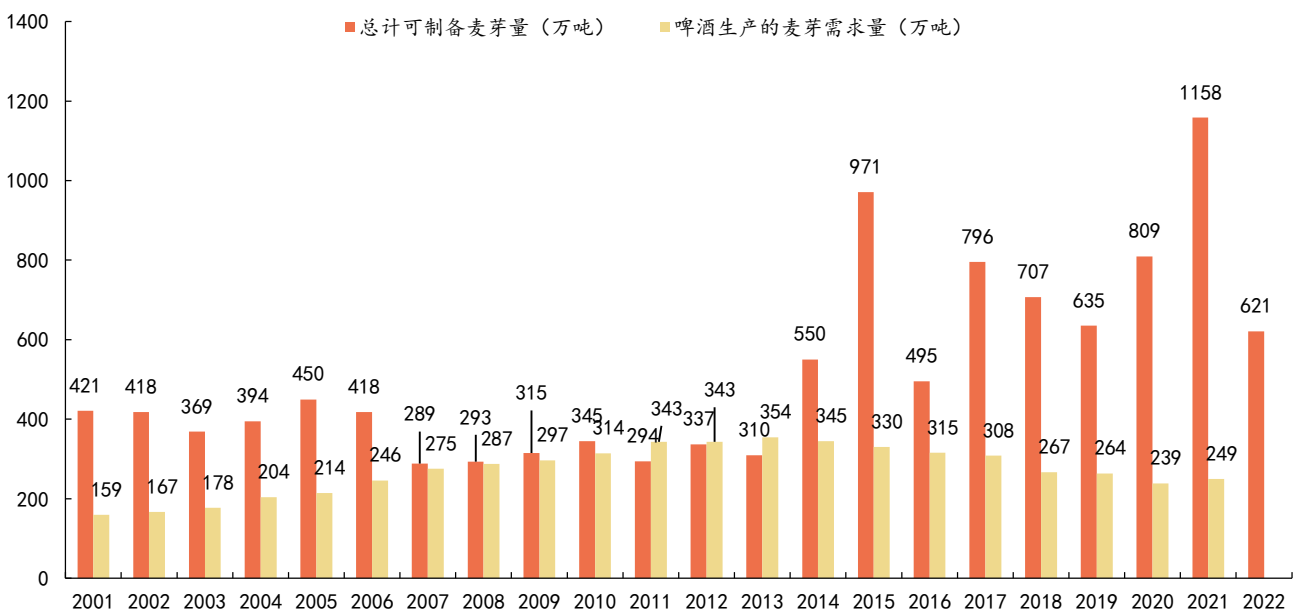
年份	国产大麦产量 (万吨)	推算可制备麦芽量 -国产 (万吨)	大麦净进口量 (万吨)	推算可制备麦芽量 -进口 (万吨)	总计可制备麦芽量 (万吨)
1999	297	238	227	182	419
2000	258	207	197	158	364

<sup>1</sup> 参考资料: 自酿啤酒网-数据资料-专业词汇-制麦率 (<http://www.znp9.com/data/words/word/?id=Yield-during-Malting>); 知识贝壳网-词典-中华酒文化-制麦收得率 (<https://www.zsbeike.com/cd/41048457.html>)



年份	国产大麦产量 (万吨)	推算可制备麦芽量 -国产 (万吨)	大麦净进口量 (万吨)	推算可制备麦芽量 -进口 (万吨)	总计可制备麦芽量 (万吨)
2001	289	231	237	190	421
2002	332	266	191	152	418
2003	325	260	136	109	369
2004	322	258	171	137	394
2005	344	276	218	174	450
2006	313	250	209	167	418
2007	278	222	83	66	289
2008	261	209	106	85	293
2009	221	177	173	138	315
2010	195	156	236	189	345
2011	190	152	177	142	294
2012	169	135	253	202	337
2013	154	123	234	187	310
2014	146	117	541	433	550
2015	141	113	1073	859	971
2016	119	95	500	400	495
2017	109	87	886	709	796
2018	202	162	682	546	707
2019	201	161	593	474	635
2020	204	163	808	646	809
2021	200	160	1248	998	1158
2022	200	160	576	461	621

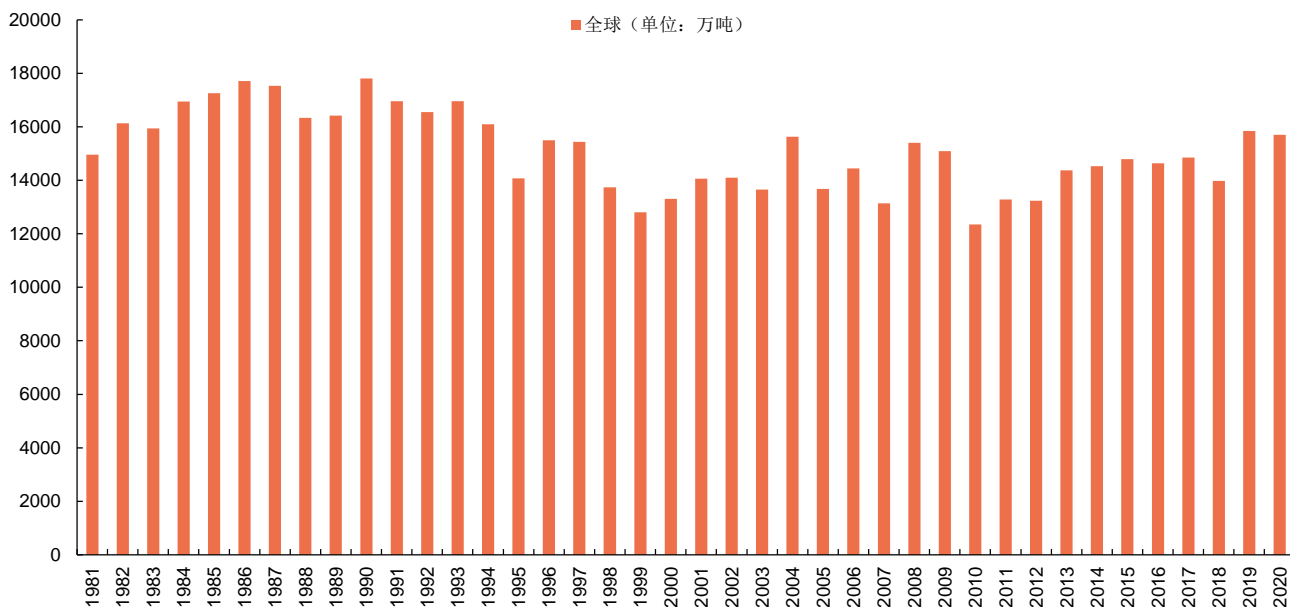
资料来源: Wind, 自酿啤酒网, 申港证券研究所

**图8: 我国大麦供给充足**


资料来源: Wind, 申港证券研究所

全球大麦产量基本稳定。1981 年以来全球大麦产量虽有所波动，但总体基本保持在 1.6 亿吨左右的产量水平。2020 年全球大麦产量约 1.57 亿吨，较前期没有明显变化。相较小麦而言，大麦更加耐寒、耐旱和耐盐碱，对生长环境要求不高，同时生长周期短，比小麦要早熟，因此全球都有种植。

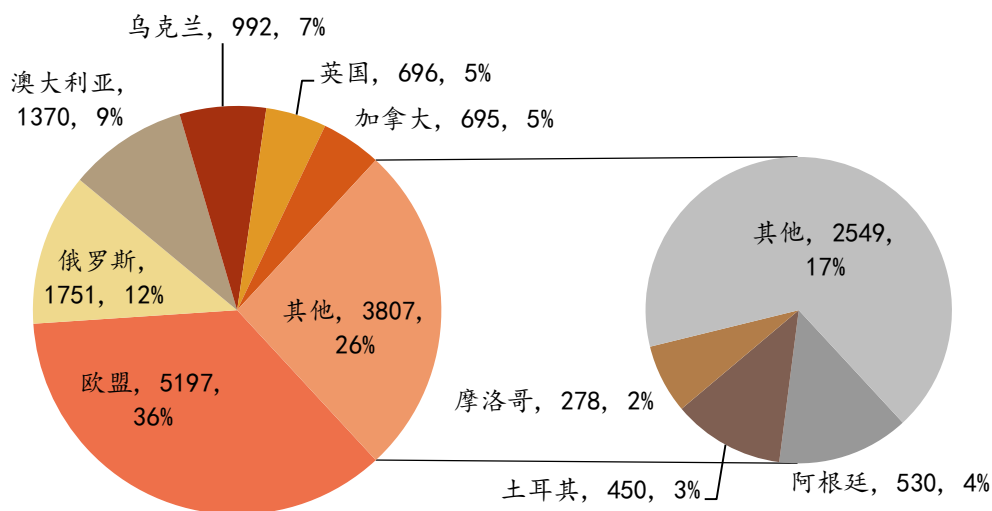
图9：全球大麦产量基本稳定



资料来源: Wind, 申港证券研究所

以 2021 年数据为例，全球大麦主产区主要包括欧盟 (36%)、俄罗斯 (12%)、澳大利亚 (9%)、乌克兰 (7%)、英国 (5%)、加拿大 (5%)、阿根廷 (4%) 等国家。上述国家合计贡献了全球大麦产量的近 8 成份额。

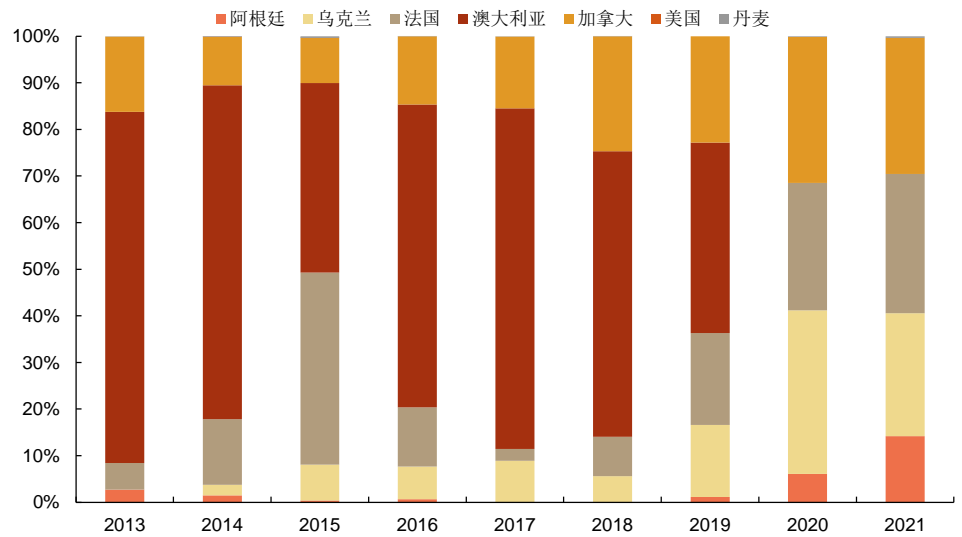
图10：大麦主产国产量分布 (2021 年, 万吨, %)



资料来源: 智研咨询, 美国农业部, 申港证券研究所

我国的大麦进口主要来自加拿大、阿根廷、法国、澳大利亚、乌克兰等国家，近年来，上述国家基本贡献了中国大麦进口量的 95% 以上（仅 2020 年占比降至 80%）。

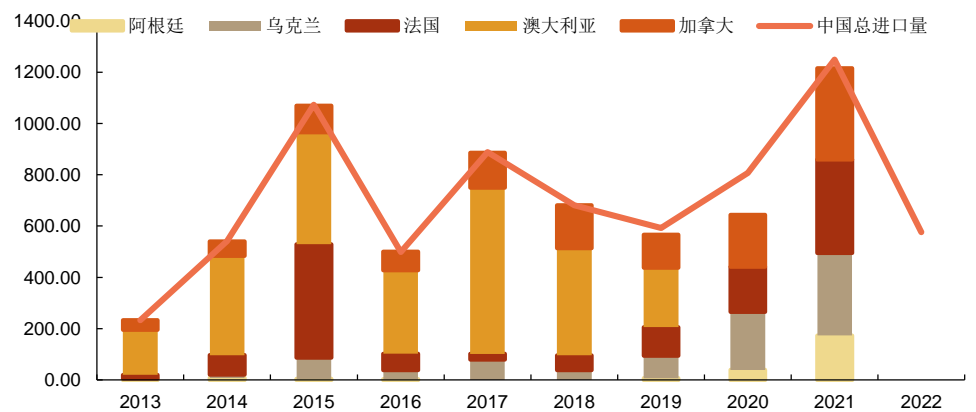
图11：中国自主主要进口国大麦进口量占比



资料来源：wind，海关总署，申港证券研究所

注：2022 年主要进口国的大麦进口量详细数据尚未披露

图12：中国自主主要进口来源国大麦进口量对比（万吨）



资料来源：wind，海关总署，申港证券研究所

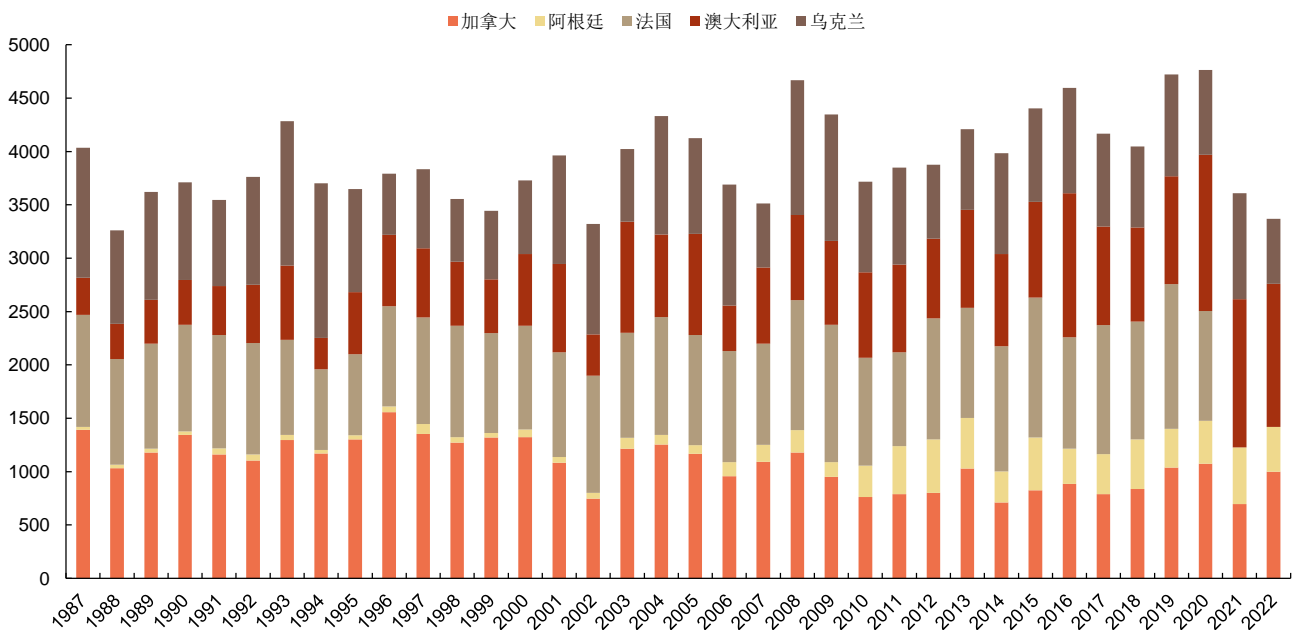
- ◆ **澳麦进口占比从最高跌至清零。**其中，澳大利亚占比在 13-14、16-18 年间曾一度贡献 7 成左右的中国大麦总进口量。19 年中国降低了对澳麦的依赖，20 年随着“双反”推出，澳麦退出了中国大麦进口来源国之列。
- ◆ **澳麦退出后，多国受益，其中阿根廷、乌克兰增长显著。**澳麦退出的份额主要由阿根廷、乌克兰等国占据：19-21 年，中国自阿根廷进口大麦数量由 6.6 万吨增至 174 万吨，占比从 1% 增至 14%；同期中国自乌克兰进口大麦 87 万吨增至 321 万吨，占比从 15% 增至 26%。此外，中国自法国、加拿大进口大麦的比例也分别增加 10pct、7pct。

### 主要进口来源国的产量情况

在我国大麦的主要进口来源国中，澳、法、加、乌克兰等国的大麦产量较高，阿根廷增速显著。

- ◆ 加拿大和法国是世界两大大麦生产国，其中：法国的产量较为稳定，自上世纪 70 年代以来，基本保持着每年 1000 万吨左右的生产量（除个别年份）；加拿大的大麦产量与法国接近，但近年来的波动性更大，曾在 10、14、21 年等多个年份产量跌至 700 万吨左右。两国产量相关性很低。
- ◆ 澳大利亚的大麦产量呈明显上升趋势，以 1980、1990、2000、2010、2020 年为例，其大麦产量分别为 268、418、674、800、1465 万吨。我国商务部在 2020 年 5 月 19 日起对澳麦实行“双反”，其中反倾销税率 73.6%，反补贴税率 6.9%，为期五年。
- ◆ 阿根廷大麦产量增速显著，由 2001 年的 53 万吨增长至 2022 年的 420 万吨。阿根廷大麦主要采用了法国春麦品种，因其地处南半球，季节与法国、加拿大等相反，恰好形成互补，增加了全球大麦供给的稳定性。
- ◆ 乌克兰是世界重要的大麦生产国，但产量波动偏大。2019-2021 年该国大麦产量分别为 953、795、992 万吨，2022 年因俄乌冲突的影响，大麦产量同比下滑 39%至 610 万吨。

图13：部分大麦主产国产量变化情况



资料来源：Wind，申港证券研究所

注：数据来源中尚未披露法国 2021、2022 年大麦产量。

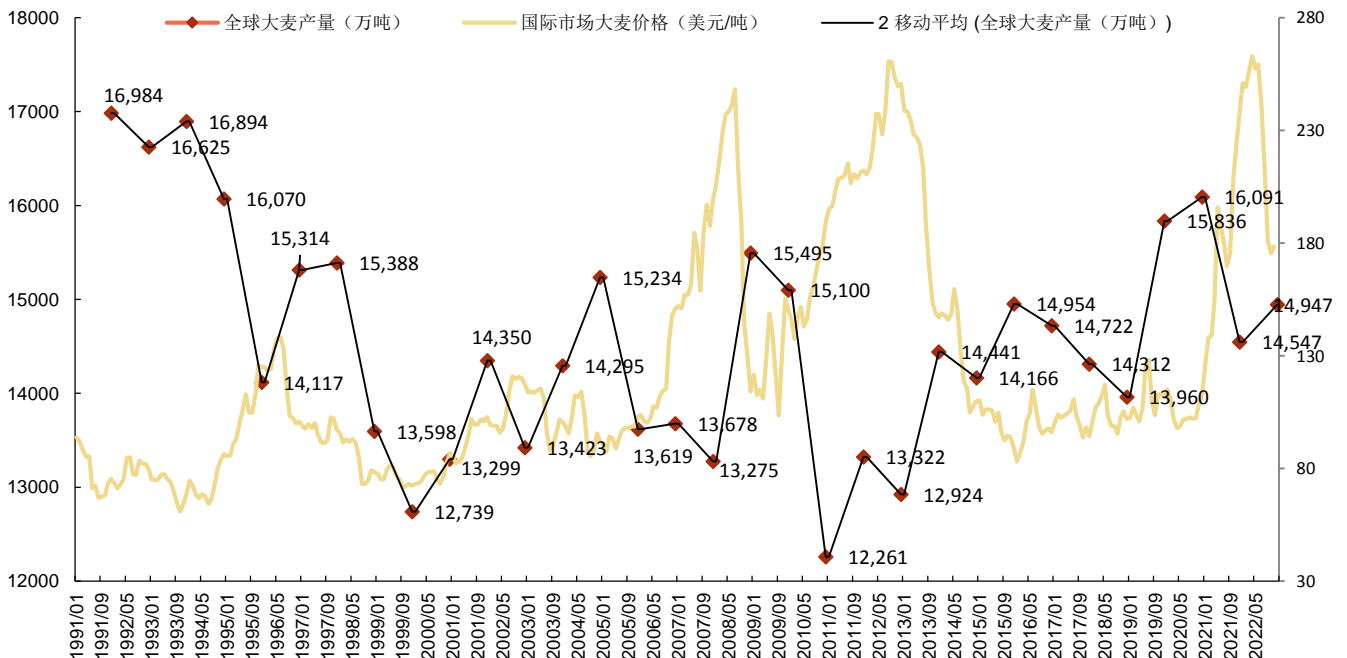
**大麦进口量的决定关系：**我们认为，全球大麦的产量决定全球大麦价格，全球大麦价格决定我国进口大麦价格，而进口大麦价格又决定了大麦的进口量。

全球大麦产量决定了国际市场大麦价格，二者基本为负相关，在大麦产量变价变化较大时，这种关系会被演绎的更加鲜明。上世纪 90 年代以来，国际市场大麦价格

呈现了几轮波动。

- ◆ 1991-1994 年：全球大麦产量整体趋稳，约在 1.6-1.7 亿吨，大麦吨价格在稳定在 60-100 美元的低位。
- ◆ 1995-1997 年：大麦产量先大跌至 1.4 亿吨，再回补至 1.5 亿吨左右；吨价在 96 年终达到 138 美元阶段性高点，再回落至 100 美元附近。
- ◆ 1998-2007 年：大麦产量约在 1.3-1.5 亿吨呈现周期性震荡，产量高点出现在 01 年、04 年，恰好对应着大麦价格低点，对应时间的吨价约为 80-90 美元。07 年出现阶段性的产量低点，因旱灾影响，澳麦产量及出口下滑，叠加该期加拿大大麦产量不及预期，国际大麦价格持续攀升，并于次年 7 月创下 248 美金的吨价记录。
- ◆ 2008-2014 年：大麦产量大起大落，吨价对产量反应最为明显。08 年，大麦全球产量由 07 年的 1.33 亿吨回升至 1.55 亿吨，并在 09 年保持在 1.51 亿吨，同期吨价显著回落至 110-140 美元左右。10 年产量大跌至 1.23 亿吨，并在 11、12 两年均在 1.3 亿吨左右的低位运行，该阶段大麦均价再创新高，一度达到 260 美元水平。
- ◆ 2015 年至今：15-18 年大麦产量虽有下滑但边际变化不大，吨价变化不明显。19、20 两年，产量由 15-18 年的 1.4 亿吨左右提升至 1.6 亿吨左右，吨价被压制在 100 美元低位；21、22 两年产量不足 1.5 亿吨，尤其是 15 年产量由前期 1.61 亿吨下滑至 1.45 亿吨，带来了最近一轮的大麦价格上涨，22 年终曾一度接近 260 美元的吨价水平。

图14：全球大麦产量决定了国际市场大麦价格



资料来源：Wind，海关总署，美国农业部，申港证券研究所

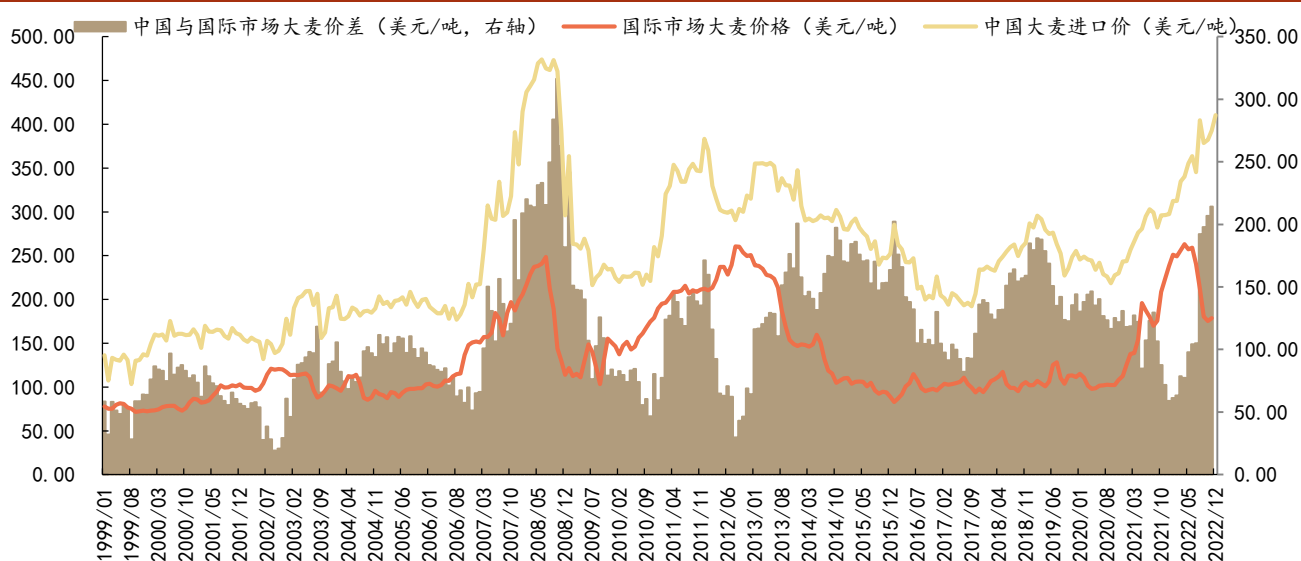
我国进口大麦价格随着全球市场大麦价格变化，当前二者价差已处于历史较高水平。我国进口大麦的价格持续高于全球大麦价格，在 1999 年以来，大多数时间二者的价格变化都较为一致，当二者价格变动方向发生背离时，体现为二者价差的变化。

22年下半年,全球大麦吨价由4月高位的263美元回落至11月的179美元,而中国进口大麦吨价却在年底再创新高,达到410美元,中国进口大麦较国际市场大麦的价差也随之达到214美元/吨,二者双双创下08年以来最高记录。大多数时候,该价差都保持在50-150美元的水平。

进口大麦吨价无法脱离国际市场价格独立上涨,而从历史数据来看,当国际市场大麦吨价处于高位,进口大麦价格可能会与之价差收窄(如2012年Q3),也可能短时间随之大涨,价差走阔,但全球麦价下跌后进口麦价跌幅更大(除了随国际市场下跌外,价差也会急剧收窄,如2008年末)。

**据此我们判断:中国大麦进口价格在23H1可能会降低,一方面是随着全球大麦价格调降,另一方面是价差或将收窄回归至合理水平。**

图15: 全球大麦价格决定了中国进口大麦价格

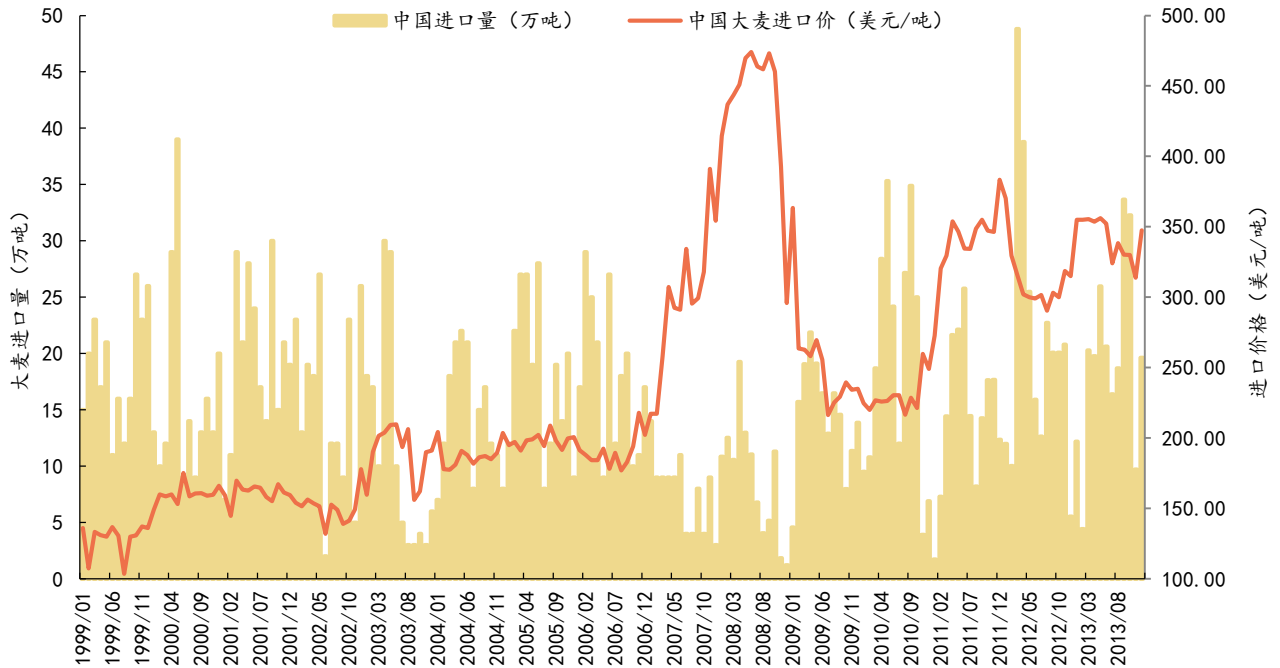


资料来源: Wind, 海关总署, 国际货币基金组织, 申港证券研究所

我国大麦的进口价格是大麦进口量的决定性因素。为了便于分析,我们将以2013年为界将进口价格、进口量指标分为两个阶段。在前一阶段,进口价的高位出现在07年初至09年中,恰好对应着该阶段大麦进口量的低谷期。此外,在进口价发生重大边际变化时,也常常伴随着进口量的改变,如:08年10月-09年3月间,大麦进口吨价由460美元跌至260美元,同期单月大麦进口由11万吨增至近20万吨,近乎翻倍;12年1月至3月,进口吨价由370元降至315元,同期的单月进口量由12万吨增至49万吨。



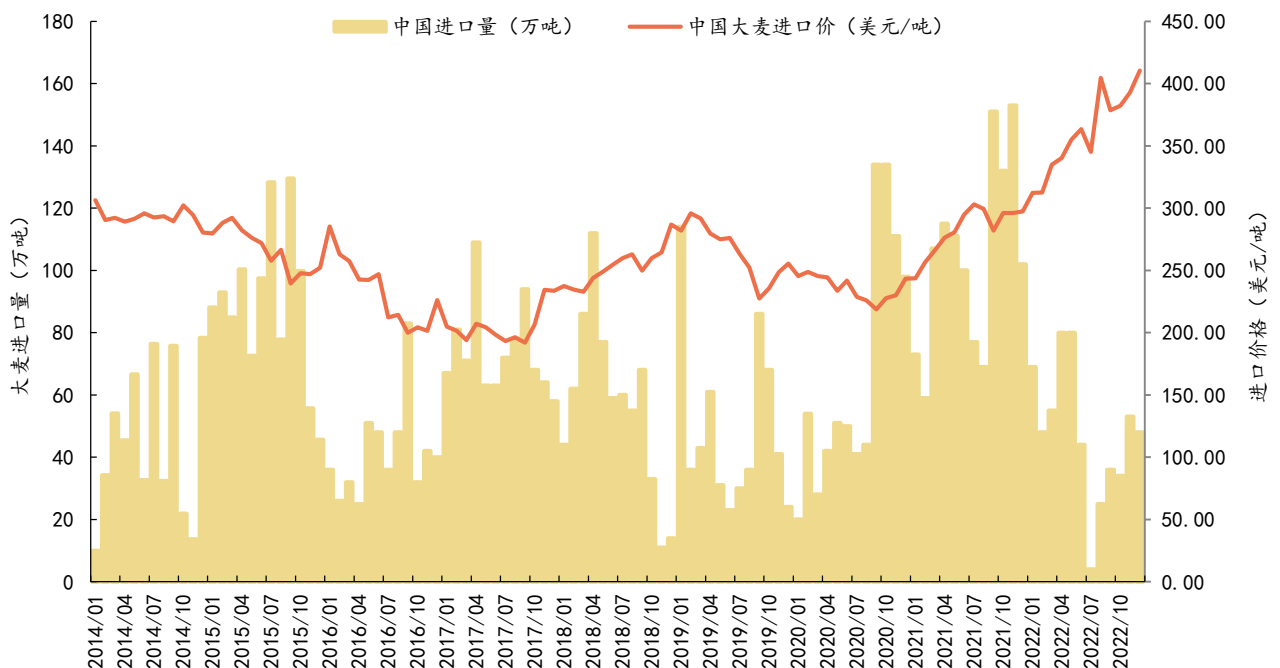
图16: 大麦进口价格是我国进口量的决定因素 (阶段1)



资料来源: Wind, 海关总署, 申港证券研究所

在后一个阶段 (14 年至今), 大麦进口量与进口价格的负相关性依然存在, 尤其以 22 年初至今的这波趋势明显, 大麦进口吨价由 297 美金攀升至 410 美金, 同期大麦的进口量显著低于历史水平。考虑到该负相关性, 我们认为当大麦进口价有所回落时, 大麦的进口量可能会大幅增长。

图17: 大麦进口价格是我国进口量的决定因素 (阶段2)



资料来源: Wind, 海关总署, 申港证券研究所

## 2.3 行业竞争格局及发展趋势

我国麦芽行业呈现“两超多强，地域性小公司并存”的竞争格局，整体集中度相对较高。2021年我国麦芽总产量约330万吨，同期行业前5大麦芽企业的总产量为217万吨，据此计算的CR5为65.8%。产能方面：行业头部企业永顺泰、中粮麦芽，产能分别为85万吨、66万吨，产能利用率较高；二梯队为大连兴泽、海越麦芽、江苏农垦，产能分别为60万吨、33万吨、20万吨，其中江苏农垦的产能利用率很高，大连兴泽和海越麦芽的利用率在6成左右。此外，也存在部分产能不足10万吨的地区性小厂商。

表2：我国主要麦芽企业产能产量及市占率

公司名称	产能(万吨)	主要产能所在地	产量(万吨)	产能利用率	市占率
永顺泰	85	广东广州、浙江宁波、河北秦皇岛、山东昌乐、江苏宝应	88	103.5%	26.7%
中粮麦芽	66	辽宁大连、江苏江阴	55	83.3%	16.7%
大连兴泽	60	辽宁大连	35	58.3%	10.6%
海越麦芽	33	山东烟台、江苏盐城、湖北黄石	20	60.6%	6.1%
江苏农垦	20	江苏射阳	19	95.0%	5.8%
合计	264		217	82.2%	65.8%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

注：产能、产量均为2021年口径数据；永顺泰江苏宝应产能6万吨，尚不在上市公司体系内，上市募集资金即将投向13万吨产能项目，建成后替换原有6万吨产能项目。

我国麦芽行业存在着产业向沿海集中、行业集中度提升和产业高端化3大趋势。

**1.产业向沿海集中。**我国麦芽制造企业主要分布于沿海和内陆两类地区。其中沿海地区主要包括江苏、广东、河北、山东、辽宁，主要优势为既靠近啤酒消费发达地区，也靠近港口，便于进口大麦运输。内陆地区主要包括甘肃、河南、新疆、内蒙古，主要优势是靠近我国大麦原产地。

近年来我国大麦产业向沿海集中，据公司招股书披露，2020年后我国麦芽产能计划均位于两广、苏、鄂等沿海或水运便利的省份。这主要是由于国产大麦价格高于进口大麦，麦芽产业对进口大麦的使用比例提高。内陆地区产能由2014年的177万吨下降至2021年的58万吨，同期产量由111.5万吨下降至19万吨；同期沿海地区产能则由319.5万吨增长至428万吨。

**2.行业集中度提升。**啤酒制造企业是麦芽行业的主要客户。我国啤酒行业集中度较高，2020年CR5超过90%。大型啤酒企业为了保证供应链的持续性和品质稳定性，倾向于选择头部麦芽供应商合作。因此，规模较大的麦芽厂商在近年来产能利用率更高，且多有新建扩建产能行动。2016-2021年，麦芽行业CR5均在60%以上。

**3.产业高端化。**啤酒行业正在经历高端化进程，体现为单价的提升和高档产品占比的提升。麦芽在啤酒中所占成本比例较小，但对口感有较大影响。啤酒行业“以质换量”的浪潮驱动了麦芽的提质提价。

此外，我国精酿啤酒占比仍低，仍具有较大提升空间。作为参考，美国在2020年

精酿啤酒销量占比为 12.3%，销售额占比达到 23.6%。说明一方面我国精酿啤酒仍有较大提升空间，另一方面精酿啤酒相较其他啤酒具有较高的单价。随着啤酒高端化、精酿化的过程，我国麦芽行业的特种麦芽、高端麦芽需求预计也将随之提高，带动麦芽产业高端化。

### 3. 公司分析

#### 3.1 公司的经营模式

公司经营模式按照采购-生产-销售的环节来组织实施，详见下表。

表3: 公司经营模式

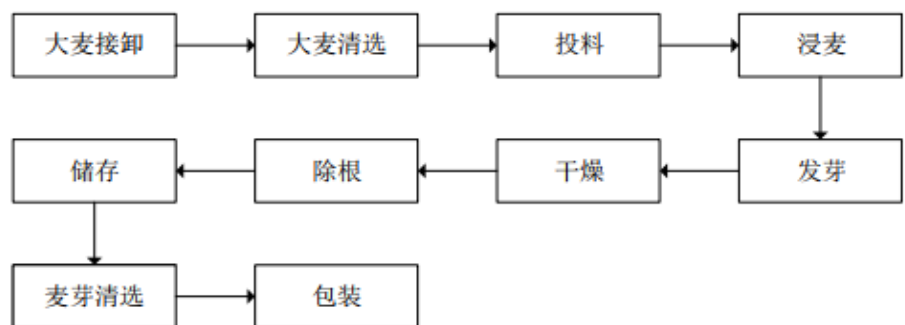
环节	经营模式
采购	主要原材料为大麦，90%来自进口，主要来自加拿大、法国、阿根廷、澳大利亚等。
	按上游大麦价格向下游报价，根据下游啤酒企业招标中标情况确定全年生产计划，以销定产，并确定采购规模。
	采用 CFR 规则（供应商负责成本+运费，公司自负运输保险费）
生产	公司产能分布于冀鲁、江浙、粤 5 省沿海地区，以利用海运的低成本进口大麦。
	公司以销定产，目前产能饱和，除必要检修等工作外，产线基本 24 小时满产。为保证生产销售连续性，一般有 1 个月左右安全库存。
	附：生产工艺流程图如下
销售	销售模式：公司总部对接啤酒集团，统一参与招标，下属公司与各个啤酒厂直接合作。每年 3、4 季度完成次年麦芽投标工作，因此年末可以确定第二年大部分销售情况。
	价格：根据成本加成定价，主要采用 CIF，部分采用 FOB 或 CFR。
	没有返利政策，啤酒集团 1-3 个月信用期，中小客户现款交易。
	直销为主，经销商 1 家（宏全国际，9939.TW）负责台湾、菲律宾啤酒企业，占营收 4% 上下。

资料来源：公司公告，申港证券研究所

##### 3.1.1 生产：产能不足限制扩张步伐

在生产环节，麦芽生产需要清选、投料、浸麦发芽、除根等 10 道工艺，具有较强的专业度和规模效应，主要是存量竞争，较不适宜新进入者。

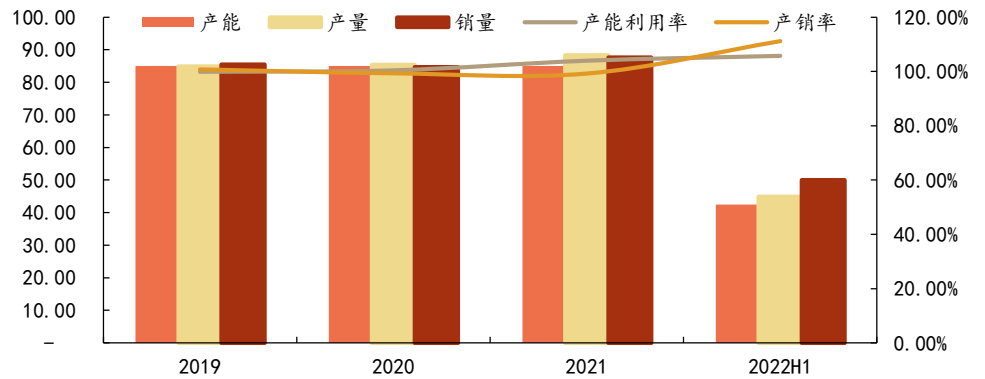
图18: 公司麦芽生产工艺流程



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司满产满销，旺盛需求下，扩产诉求强烈。公司产能利用率在 19 年逼近 100% 后仍在提升，至 22H1 已达到约 106%，现有的设计产能已经无法满足生产需要。在需求端，近年来公司产销率均在 100% 左右，22H1 甚至达到 111%，产能不足制约了公司扩张的脚步，扩产的需求强烈。

图19：公司近年来处于满产满销状态（单位：万吨）



注：产销率=销量/产量，22H1 公司总销量为 50.82 万吨，上图销量已剔除宝应麦芽转移至公司为公司委托生产的产品 0.89 万吨。

资料来源：公司公告，申港证券研究所

产能扩张诉求位于苏、粤两省。公司在沿海省份布局有 5 个生产基地，公司上市募集的资金将用于江苏宝应、广东广州 2 个基地的扩产项目。其中，广州项目新建 10 万吨产能，主要是当地需求旺盛，本地麦芽产能不足，需要外调进入。新建的工厂相比区域外麦芽厂家，更加具备运费成本优势。宝应项目新建 13 万吨产能，主要由于原有工厂设备老旧，无法满足正常生产经营的需要。

图20：公司产能分布于冀鲁江浙粤等省份的沿海地区



资料来源：公司公告，申港证券研究所

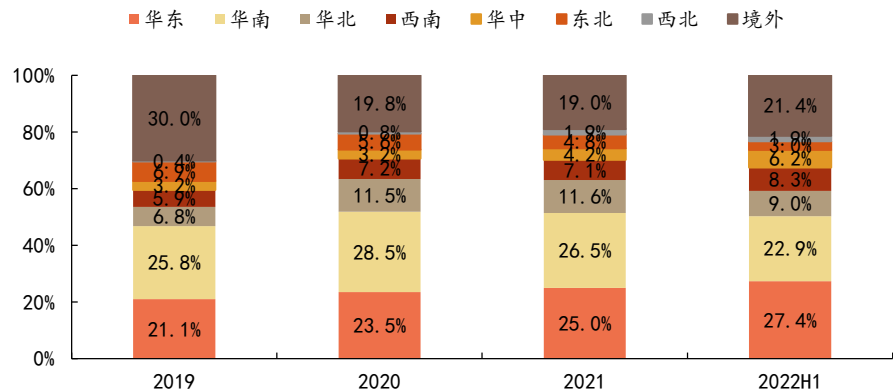
公司 22 年上市募资即主要用于投建广州及宝应 2 个项目，预计分别于 24、25 年

投产。项目投产后，预计可以较好的解决产能不足的瓶颈，帮助公司实现收入利润增长。

### 3.1.2 销售：倚重沿海 直销为主

从区域上看，公司主要销售区域集中在华东、华南及海外收入，与产能分布较为一致，上述 3 区域近年来均为公司贡献 7 成以上的主营业务收入。具体来看，22H1 华东、华南、境外分别贡献了主营业务收入的 27.4%、22.9%和 21.4%。

图21：公司主营业务收入的地区来源

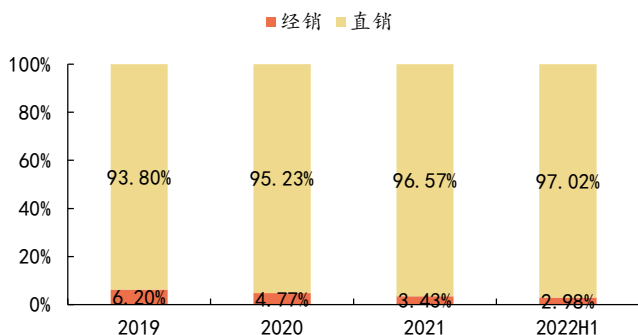


资料来源：公司公告，申港证券研究所

直销贡献了绝大多数的公司营收，但近年来公司直销的单价、毛利率略低于经销。这主要是因为：

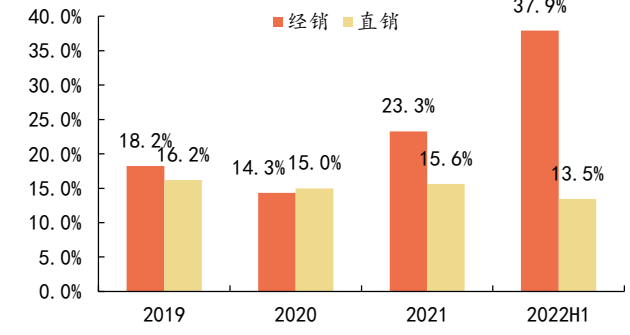
- ◆ 1.经销商宏全国际承担运费，该期海运价格上涨，如：2021 年公司对宏全国际单位运输费达到 271 元/吨，同期直销客户运费约 185 元。该部分被计入了经销模式下的单价。
- ◆ 2.经销模式下，每年 2、8 月会根据国际市场的大麦价格调整销售价，21 年以来大麦价格上涨，公司对应调价，单价和毛利率因此受益；而直销模式按年度调价。

图22：公司营收主要来自直销



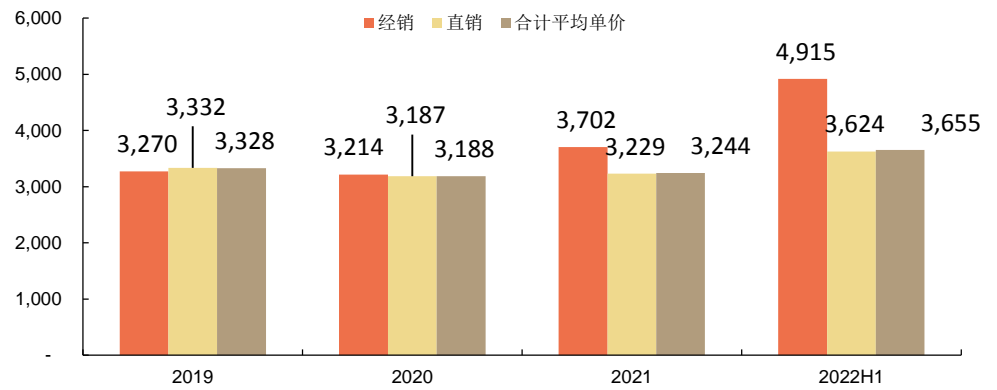
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图23：近年公司经销毛利率整体略高于直销



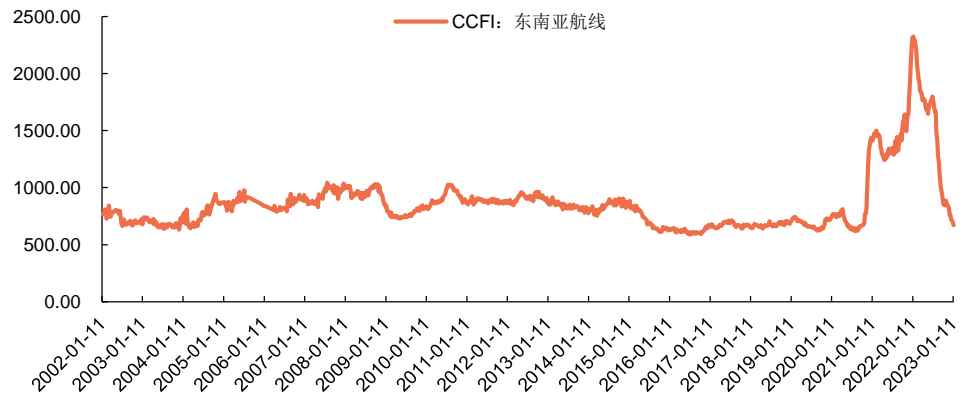
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图24：近年公司经销/直销麦芽吨价对比（元/吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图25：2021年海运价格大幅上涨



资料来源：Wind，申港证券研究所

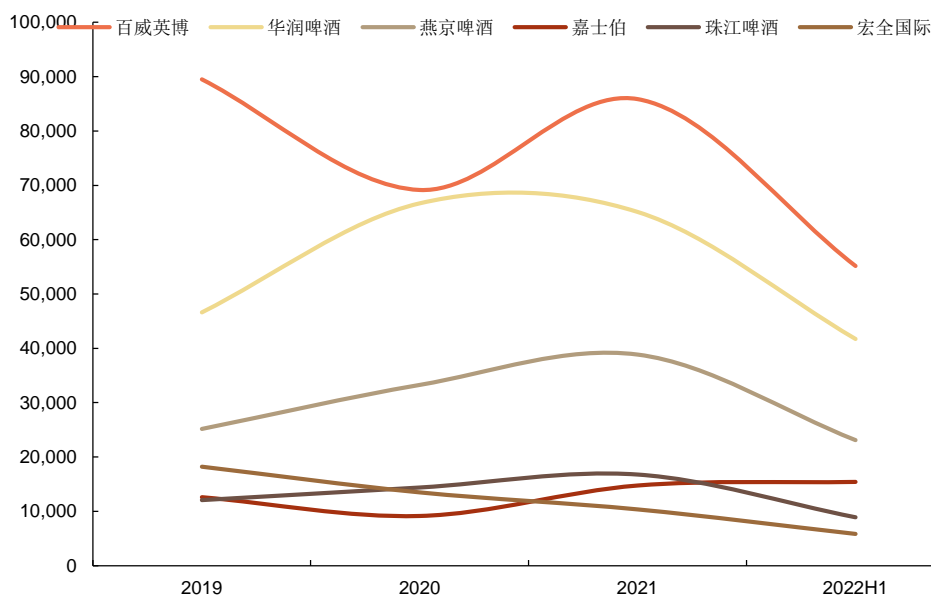
注：CCFI 全称为“中国出口集装箱运价指数”，为上海航运交易所根据马士基、中远海运、法国达飞、长荣等船东公司对 11 条主要航线集装箱运输费用报价汇总得出，用以表示该航线集装箱的运价变化。

注 2：为什么采用集装箱运价指数，而不是波罗的海干散货指数 (BDI) 来衡量运价？大粮商等跨国大型贸易商常采用干散货船运输谷物，而公司每年的大麦出口量较小，用于散货船运输显然是不经济的；且集装箱运输粮食对于公司来说也具有一些优势，如：实现“门到门”运输，更加便捷且保证品质；集装箱使用机械化作业，提高装卸效率、减少装卸环节，节约中转时间，缩短粮食在途时间。因此我们判断公司的粮食出口主要会采用集运而非干散货运输，因此采用 CCFI 而非 BDI。

公司的主要客户稳定，为百威英博、华润、燕京、嘉士伯、珠江、宏全国际。近年来对各家客户的销售额有所波动，主要影响因素包括新冠疫情、公司对各客户的投标价格，以及对新销售区域的开拓。



图26: 公司对主要客户的销售额 (万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 2020 年, 新冠疫情对餐饮行业造成较大冲击。据招股书披露, 较为依赖高端餐饮的百威英博中国区销售收入下滑 11%, 并减少了对公司的原料需求。同样受到疫情影响, 嘉士伯海外、宏全国际也减少了对公司的麦芽采购量。同期, 华润的采购量大增, 主要由于华润在 2019 年 4 月收购喜力啤酒中国业务, 且公司秦皇岛二期产线投产后在华北地区加强了与华润的合作。此外, 2020 年公司应对疫情主动调整策略, 降低了对华润、珠江的投标价格, 中标量增加。同期, 公司为燕京啤酒新开发定制麦芽的特殊工艺, 并获得燕京的高度认可, 在 2020 年获得较大的采购量。
- ◆ 2021 年, 公司对百威英博销量增加, 一方面是为了提前铺垫即将在 2022 年投产的广麦 4 期扩建项目, 另一方面扩大了与百威英博墨西哥、巴西等拉美地区的合作。同期, 受益于疫情缓解下嘉士伯产量提升, 以及公司主动调整投标价格, 公司对嘉士伯销量也有所增长。该期因台湾地区疫情反复, 公司对宏全国际销量减少。
- ◆ 2022 年上半年, 公司对百威英博、华润、嘉士伯的交易额有所增长, 主要因为价格上涨, 部分麦芽供应商受疫情影响供货不及时, 导致公司对华润西南、华南, 对嘉士伯云南、湖南、老挝供货增加, 以及公司对百威英博墨西哥、越南等市场的开拓。

## 3.2 公司的竞争优势

### 3.2.1 规模优势

麦芽是具有资本壁垒的行业, 已不适合中小玩家发展, 且啤酒厂家向上游扩张也缺乏经济性。

- ◆ 其一: 麦芽行业所需的固定资产投资较大, 一条 10 万吨的产线所需投资额约 5 亿元左右;
- ◆ 其二: 麦芽制造需要较高的运营成本, 如采购环节一般以采购海运进口大麦为主, 因每船大麦吨数较多, 一般单次采购金额即在 1 亿元以上;

- ◆ 其三：麦芽行业的利润率低于啤酒行业，不适于啤酒行业向上游扩张，如麦芽龙头公司近年来毛利率在 10% 左右，而啤酒行业的毛利率普遍在 30% 左右；
- ◆ 其四：麦芽制造具有规模优势，而低毛利的特点又决定了其不适宜长途运输，所以麦芽制造的理想格局是一家麦芽制造厂辐射本省（本区域）的全部啤酒企业，若单独一家啤酒企业设立麦芽厂并供给自身需求，很可能导致该麦芽厂规模偏小、缺乏经济效益。

公司是国内规模最大的麦芽制造企业，具有显著的规模经济效果。公司拥有总产能 85 万吨，位居中国第一、世界第五，并具备如下规模优势

- ◆ **第一，多样化的产品品类。**公司既拥有来源于加拿大、法国、阿根廷、澳大利亚等不同国家的品种原材料的麦芽产品，也拥有基础麦芽和特种麦芽等多个不同类型的产品，充分满足下游客户的不同麦芽原料需求。
- ◆ **第二，分布广泛的生产基地。**啤酒行业集中度较高，麦芽行业的下游客户以大规模的啤酒集团为主，该部分客户的生产基地遍布全国各地，因此要求麦芽供应商具备一定的供应及时性和灵活性。公司建立了分布于广东、浙江、江苏、山东、河北等地区的麦芽生产基地，能够充分满足下游客户不同地区的麦芽供应需求。
- ◆ **第三，更高的质量控制水平。**麦芽制造企业的质量控制能力与其生产规模关系密切，在采购端，进口大麦采购每船达到数万吨，中小规模的麦芽厂商只能通过拼船的方式进行采购，公司整船采购的方式在原料端能更好地对原料质量进行控制。在生产端，大规模的批量化生产能够更好地实现自动化的精准控制，为工艺的准确执行提供了良好的保障。

### 3.2.2 优质且稳定的客户优势

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。

- ◆ 大型啤酒客户对供应商的选择流程较长，对原料质量和稳定性要求较高，一般不会轻易更换麦芽原料供应商。在供应商选择上，大型啤酒客户会先对供应商资质、经营情况等资料进行审核，再现场对设备质量、安全控制能力等条件进行考核，更为重要的是，啤酒客户还要对供应商提供的原料进行多轮和多批次的酿造测试，因此，供应商认证周期基本都在一年以上。
- ◆ 麦芽原料的差异会对啤酒产品的口感产生影响，而消费者对固定款式啤酒的口感的变化又较为敏感，公司通过与各大啤酒集团多年的磨合，已经可以精准满足客户较高的要求和标准。
- ◆ 公司通过持续深入参与客户研发，为客户提供定制化产品的麦芽以及对客户新产品研发的建议，进一步提高客户粘性。公司已为百威英博、华润啤酒、燕京啤酒等客户提供特殊工艺的定制化麦芽产品，并向客户不断提供结晶麦芽、焦香麦芽、黑麦芽等特种麦芽产品，建立起区别于其他麦芽厂商的竞争优势。

全国整体产能过剩，但存在区域性供给不足，给公司创造了机会。在总体产能过剩的背景下，区域性产能不足主要因为华南区域有珠江啤酒等较大规模啤酒厂，且经济发达需求旺盛，但该区域成规模的麦芽制造企业仅有公司的子公司永顺泰广州，

且该公司 30 万吨的年产能还要尽管东南亚出口需求, 预计广东区域尚有 20 万吨麦芽需求缺口为其他省份进入, 需要支付较高的运费。华南区域的产能不足为公司创造了发展机遇。

### 3.2.3 技术优势

麦芽行业具备一定的技术壁垒。从产品研发角度, 为了应对下游啤酒行业高端化、精酿化的趋势, 高端麦芽、特种麦芽的研发需求有所提高。从生产工艺角度, 则需要对生产过程中温度、湿度、时间等参数的长期积累, 并能根据原料批次的不同进行微调, 以及个性化升级改造生产设备等。因此该行业具备一定的技术壁垒。

公司在麦芽行业具有技术领先优势。

- ◆ 生产装备及工艺领先。公司在 90 年代即引进国内第一条塔式制麦生产线, 改变了国内以地板时尚产线为主的格局。至今塔式产线仍是国内乃至世界的主流设备。公司的中心实验室获得中国国家认可实验室 (CNAS) 认证。
- ◆ 生产过程的控制水平领先。公司通过数十年积累, 对麦芽制造过程中的温度、水分、氧气、时间等的控制配备了全自动控制系统及经验丰富的团队, 将控制过程细化为 30 多个理化指标和 10 余个特殊指标, 并进行实时跟踪, 保障生产的稳定性。同时, 公司也对每批次大麦原料都进行小批量试产, 并根据实际情况结合生产经验对工艺参数修正, 以保证麦芽口感和品质的稳定性。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 公司营收预测

**预测产能:** 根据公司在建广麦 4 期及宝应项目的进度, 我们预测 23/24/25 年的产能分别为 85/95/108 万吨。公司披露广麦项目在 21 年末进度约 61%, 22 年中进度约 75%, 总建设期 43 个月, 因此我们预计 23 年底至 24 年初广麦 10 万吨产能可以投产。宝应项目在 21 年末进度约 22%, 22 年终进度约 35%, 项目建设期 35 个月, 因此我们预计该项目的 13 万吨产能在 24 年底至 25 年初投产。

**预测产量:** 公司 19-21 年及 22H1 的产能利用率分别为 99.9%/100.4%/103.9%/105.7%, 整体上产能利用率极高, 因此我们预测 22、23 年仍保持着略超 100% 的产能利用率。24、25 年随着新产能投产, 预测产能利用率分别降至 99%、93%, 并预测 26 年随着市场开发, 产能利用率回升至 97%。因此对应 22-26 年产量分别为 87.55/91.80/94.05/100.44/104.76 万吨。

**预测销量:** 公司 19-21 年及 22H1 的产销率分别为 100.7%/99.3%/99.2%/111.2%, 产销率极高, 且公司采用以销定产的模式, 在年末签署次年的订单合同, 并按照订单组织生产。因此我们预测未来公司的销量仍与产量相当或略高于产量。

**预测麦芽吨价:** 我们认为麦芽是成本定价的产品, 对其吨价的预测逻辑为国际大麦产量决定国际大麦价格, 并影响中国大麦进口价格, 大麦进口价格可以近似看做公

司的原材料成本。公司在此成本上加上其他成本、费用及合理利润，形成对外销售麦芽的报价。我们基于此逻辑和相应假设，预测 22-26 年公司麦芽销售吨价为 3,893.06 / 4,477.02 / 4,101.08 / 4,017.26 / 3,933.44 元。

主要基于上述逻辑，我们预测公司 22-26 年营收分别为 3,810/4,463/4,137/4,365/4,501 百万元，对应期间的同比增速为 26.0%/17.1%/-7.3%/5.5%/3.1%。

#### 成本和利润预测

成本方面，我们采用大麦进口价格+其他成本的结构，对吨成本进行预测，并依据同期销量计算营业成本。期间费用方面我们除了将公司上市募集的资金，以及重大资本开支项目加入模型外，基本参考了历史数据预测。据此预测公司 22-26 年的归母净利润分别为 132.10/612.12/368.55/385.14/393.13 百万元，对应增速 -11.3%/363.4%/-39.8%/4.5%/2.1%。

表4：关键假设及主要指标

项目	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
产能 (万吨)	85.00	85.00	95.00	108.00	108.00
产能利用率 (产量/产能)	103.00%	108.00%	99.00%	93.00%	97.00%
产量 (万吨)	87.55	91.80	94.05	100.44	104.76
销量 (万吨)	91.93	94.55	94.05	100.44	104.76
产销率 (销量/产量)	105%	103%	100%	100%	100%
大麦进口吨价 (美元/吨)	361.00	360.00	355.00	350.00	345.00
当年汇率	6.76	6.76	6.76	6.76	6.76
大麦进口吨价 (元/吨)	3,893.06	4,477.02	4,101.08	4,017.26	3,933.44
大麦麦芽吨价 (元/吨)	1,451.37	2,042.13	1,700.00	1,650.00	1,600.00
营业收入 (百万元)	3,810.38	4,463.20	4,137.06	4,364.94	4,500.67
营业成本 (百万元)	3,508.83	3,626.05	3,574.91	3,783.84	3,911.15
毛利率 (%)	7.91%	18.76%	13.59%	13.31%	13.10%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 4.2 估值分析

我们将公司按“其他农产品加工”行业分类，并剔除滚动市盈率为负的公司后对比。该行业 PE 的算数平均数约 38.1 倍，按总市值加权后的平均数约 33.9 倍，中位数约 29.6 倍。参考同行业估值水平，并考虑到 23 年是公司业绩的阶段高点，我们对公司 23 年的盈利预测，给予 22 倍的目标 PE。

**表5：同业估值情况对比**

	市盈率 PE (TTM)	总市值(亿元)
永顺泰	78.78	97.29
中粮科技	14.21	164.52
中粮糖业	29.61	155.71
晨光生物	22.67	97.18
克明食品	34.14	40.75
保龄宝	22.41	34.02
祖名股份	65.19	32.7
PE-算数平均数	38.14	
PE-市值加权平均数	33.92	
PE-中位数	29.61	

资料来源：Wind，申港证券研究所

注：公司估值计算的基准日为2月10日

综上，我们预测 22-24 年公司营收分别为 38.1 亿元/44.6 亿元/41.4 亿元，同比增长 26%/17.1%/-7.3%；同期归母净利润分别为 1.3 亿元/6.1 亿元/3.7 亿元，同比增长 -11.3%/+363.4%/-39.8%；同期 EPS 分别为 0.26 元/1.22 元/0.73 元；当前股价对应 PE 分别为 72.7 倍/15.7 倍/26 倍，参考公司历史估值水平，给予公司 23 年 22X PE，对应目标股价为 26.84 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**原材料价格及汇率异常波动风险。**在我们的盈利预测中对主要原材料大麦的进口价格及对应的汇率做了预测，大麦进口价及汇率都会对公司的利润预测值造成影响。假设大麦价格较我们的预测值上升 2%，汇率较我们的预测值上升 5%时，公司 23-25 年的归母净利润将分别下滑 26.5%、3.8%、3.6%。

**表6：原材料价格及汇率假设变动后公司的盈利预测结果**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,825.80	3,024.82	3,810.38	4,463.20	4,297.40	4,533.75
对应原指标变化			0.00%	0.00%	3.88%	3.87%
归母净利润(百万元)	135.04	148.93	(21.91)	449.95	354.48	371.37
对应原指标变化			-116.58%	-26.49%	-3.82%	-3.58%

资料来源：Wind，申港证券研究所

**行业竞争加剧的风险。**我们在对原材料大麦价格假设的基础上，基于公司披露的历史数据，预测了未来几年公司销售麦芽的价格。若行业竞争加剧，导致公司销售麦芽价格下滑，将影响我们的盈利预测结果。假设麦芽价格较我们的预测值下滑 100 元/吨，则公司 23-25 年归母净利润较预测值下滑 31%、25.2%、26.1%。

**表7：麦芽销售价格较假设下调后的盈利预测**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,825.80	3,024.82	3,718.45	4,259.91	4,043.01	4,264.50
对应原指标变化				-4.55%	-2.27%	-2.30%
归母净利润 (百万元)	135.04	148.93	47.18	422.17	275.54	284.45
对应原指标变化				-31.03%	-25.24%	-26.14%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

**麦芽销量不及预期。**因公司 2019-2021 年及 2022 年上半年的产销率分别为 99.9%、100.4%、103.9%和 105.7%，且公司在年末签署次年的主要销售合同，并在次年按照合同安排生产计划，以销定产。所以我们对公司 23-25 年的产销率预测较高。若对应期间每年的产销率较预测值减少 5pct，则 23-25 年预测营收分别下滑 4.6%、4.7%、4.6%，同期预测归母净利润分别下滑 3.1%、1.6%、1.2%。

**表8: 麦芽产销率下滑后的盈利预测**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,825.80	3,024.82	3,639.96	4,257.71	3,944.21	4,163.19
对应原指标变化				-4.60%	-4.66%	-4.62%
归母净利润 (百万元)	135.04	148.93	136.14	593.04	362.84	380.51
对应原指标变化				-3.12%	-1.55%	-1.20%

资料来源: Wind, 申港证券研究所



表9: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2826	3025	3810	4463	4149	流动资产合计	1737	1988	2266	2488	2502
营业成本	2545	2725	3509	3638	3587	货币资金	243	161	76	67	151
营业税金及附加	16	16	21	24	22	应收账款	673	628	859	998	908
营业费用	13	12	14	16	14	其他应收款	2	3	4	5	5
管理费用	101	86	107	121	108	预付款项	3	70	70	70	70
研发费用	14	15	19	22	21	存货	790	1090	1194	1274	1304
财务费用	-18	-3	7	7	2	其他流动资产	3	22	34	44	39
资产减值损失	10	21	-13	-17	-20	非流动资产合	860	1088	1437	1858	2254
信用减值损失	-1	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-10	-4	0	0	0	固定资产	712	711	1050	1408	1705
投资净收益	1	-6	0	0	0	无形资产	37	52	54	57	60
营业利润	137	153	120	617	374	商誉	0	0	0	0	0
营业外收入	0	1	0	0	0	其他非流动资产	1	1	1	1	1
营业外支出	1	1	0	0	0	资产总计	2597	3076	3703	4346	4757
利润总额	136	153	120	617	374	流动负债合计	469	741	1116	1154	1197
所得税	1	4	2	11	7	短期借款	76	241	357	160	0
净利润	135	149	118	606	367	应付账款	189	242	308	319	315
少数股东损益	0	0	0	0	0	预收款项	21	11	202	425	633
归属母公司净利润	135	149	118	606	367	一年内到期的非	0	9	9	9	9
						流动负债					
EBITDA	216	261	167	677	435	非流动负债合	1	56	64	64	64
EPS (元)	0.36	0.40	0.23	1.21	0.73	长期借款	0	49	49	49	49
主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	0	0	0	0	0
						负债合计	470	797	1180	1218	1261
成长能力						少数股东权益	0	0	0	0	0
营业收入增长	-3.82%	7.04%	25.97%	17.13%	-7.04%	实收资本(或股本)	376	376	502	502	502
营业利润增长	-5.88%	11.36%	-21.65%	414.97%	-39.35%	资本公积	1140	1143	1143	1143	1143
归属于母公司净利	-21.00%	414.97%	-21.00%	414.97%	-39.35%	未分配利润	604	753	865	1440	1789
获利能力						归属母公司股	2127	2279	2523	3129	3496
毛利率(%)	9.93%	9.92%	7.91%	18.48%	13.55%	负债和所有者权	2597	3076	3703	4346	4757
净利率(%)	4.78%	4.92%	3.09%	13.58%	8.86%						
总资产净利润(%)	5.20%	4.84%	3.18%	13.94%	7.73%	现金流量表	单位:百万元				
ROE(%)	6.35%	6.54%	4.66%	19.37%	10.51%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						经营活动现金	2115	1723	48	654	681
资产负债率(%)	18%	26%	32%	28%	27%	净利润	135	149	118	606	367
流动比率						折旧摊销	96	112	0	47	53
速动比率						财务费用	-18	-3	7	7	2
营运能力						应收账款减少	0	0	-231	-140	90
总资产周转率	1.10	1.07	1.12	1.11	0.91	预收账款增加	0	0	191	223	207
应收账款周转率	4	5	5	5	4	投资活动现金	-102	-216	-377	-458	-435
应付账款周转率	11.10	14.03	13.85	14.24	13.09	公允价值变动收	-10	-4	0	0	0
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.40	0.23	1.21	0.73	投资收益	1	-6	0	0	0
每股净现金流(最新摊薄)	0.07	-0.22	-0.17	-0.02	0.17	筹资活动现金	-1988	-1590	244	-205	-162
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.06	5.03	6.24	6.97	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	53.14	47.83	81.57	15.84	26.12	普通股增加	209	0	125	0	0
P/B	3.38	3.16	3.80	3.07	2.75	资本公积增加	-135	3	1	0	0
EV/EBITDA	32.63	28.07	59.60	14.40	21.86	现金净增加额	25	-82	-85	-9	84

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上