

# 东方集团（600811）

证券研究报告

2021年09月04日

## 掌握核心技术，看好人造肉板块未来发展

**事件：**公司公布 2021 年半年报，公司实现营业收入 68.04 亿元，同比增长 1.56%；实现归属于母公司股东的净利润 2.52 亿元，同比下降 29.38%，主要原因为参股公司民生银行净利润同比下降，以及子公司国开东方财务费用增加所致。其中，2021 年 Q2，公司实现营收 37.22 亿元，同比下降 6.28%；实现归母净利润 0.66 亿元，同比下降 48.45%。

**大米加工销售重心调整，油脂及豆制品加工稳步发展。**2020 年末公司逐步收缩线下商超渠道，重点转型突破新型零售平台和新兴业态。2021 年上半年，公司品牌米销售收入 3.68 亿元，同比下降 31.98%，主要原因为上半年大米销售整体低迷、以及公司缩减商超转型社区团购所致。公司计划下半年继续拓展社区团购及其他新零售市场，优化产品结构。银祥豆制品加大销售渠道结构调整和新客户开发力度，海底捞、福州朴朴、厦门朴朴等主要客户贡献收入同比实现大幅增长。2021 年 H1，银祥豆制品实现营收 7109 万元，同比增长 14.64%，实现归母净利润 797.06 万元，同比下降 10.13%，利润下降主要为 2021 年上半年豆制品原材料价格上涨所致。

在油脂加工技术方面，公司已具备成熟的菜籽脱皮加工量产化的技术技能，使油菜籽脱皮率达到 85%以上，综合加工成本下降；所加工的去皮菜籽粕产品粗蛋白含量达 46%以上，并去除菜籽粕中大部分抗营养因子，同时花青素提取技术也正在研发过程中。去皮菜籽粕产品有望作为优质饲料蛋白替代豆粕，该技术符合饲料产业发展需求，技术总体上达到国际先进水平。

**持续推进农业科技产品研发，高水分植物肉一期项目三季度落成投产。**2020 年 12 月，公司与黑龙江省方正县人民政府签署关于高水分植物肉生产项目合作协议，其中一期项目已于 2021 年 7 月 30 日正式建成并投产。该一期项目年生产加工能力 5000 吨，目前已形成的产品线包括植物蛋白肉水饺、小酥肉、肉丸、肉馅等丰富品类。2021 年上半年，公司加快推进植物肉研发及生产技术，已获得和在申请专利共计 12 项，目前已开发 3 种形状的高水分植物肉基材产品，12 种高水分植物肉终端产品，一期上线 5 种。截止 2021 年 8 月，公司高水分植物肉项目已实现投产。公司精准把握产业链核心，掌握先进的挤压技术和设备，其中成熟运用的高湿法工艺现处于行业领先地位，未来有望引领国内人造肉行业发展。

**盈利预测：**由于公司半年报略低于预期，且植物肉进度略超预期，调整盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营收 168.74/186.05/211.69 亿元，同比增长 9.05%/10.26%/13.78%，实现净利润 2.66/3.61/4.87 亿元，同比增长 10.42%/35.86%/35.03%，EPS 分别为 0.07/0.10/0.13 元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；政策风险；食品安全风险；重大病虫害风险，疫情控制不及预期，人造肉发展不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,178.90	15,473.42	16,874.13	18,605.48	21,169.32
增长率(%)	(9.15)	17.41	9.05	10.26	13.78
EBITDA(百万元)	2,194.42	1,266.67	1,468.85	1,682.02	1,994.94
净利润(百万元)	583.63	240.45	265.51	360.73	487.09
增长率(%)	(10.99)	(58.80)	10.42	35.86	35.03
EPS(元/股)	0.16	0.06	0.07	0.10	0.13
市盈率(P/E)	18.90	45.88	41.55	30.58	22.65
市净率(P/B)	0.52	0.52	0.51	0.50	0.49
市销率(P/S)	0.84	0.71	0.65	0.59	0.52
EV/EBITDA	9.13	16.09	18.92	11.50	15.80

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	综合/综合
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.07 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,714.58
流通 A 股股本(百万股)	3,714.58
A 股总市值(百万元)	11,403.75
流通 A 股市值(百万元)	11,403.75
每股净资产(元)	5.75
资产负债率(%)	53.10
一年内最高/最低(元)	4.67/2.82

### 作者

**刘畅** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520010001  
liuc@tfzq.com

**吴立** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010002  
wuli1@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《东方集团-公司深度研究:一机两翼,立体化发展摘取植物基皇冠上的明珠》 2020-09-04
- 2 《东方集团-半年报点评:2020H1 营收稳增,携米糠专利切入人造肉赛道!》 2020-08-31
- 3 《东方集团-首次覆盖报告:转型谋拐点,发展正当时!》 2020-08-11

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,485.95	5,172.18	1,349.93	1,488.44	1,693.55	营业收入	13,178.90	15,473.42	16,874.13	18,605.48	21,169.32
应收票据及应收账款	224.77	279.64	2,590.63	888.51	1,133.39	营业成本	12,868.68	15,002.91	16,384.90	18,016.17	20,448.07
预付账款	388.65	531.56	238.23	697.46	394.83	营业税金及附加	34.32	37.47	42.40	46.75	52.55
存货	9,605.16	8,859.96	15,411.05	9,909.15	20,070.30	营业费用	143.42	157.52	127.66	140.76	160.16
其他	8,066.05	7,960.38	11,639.42	9,417.67	13,319.11	管理费用	378.95	311.05	339.21	374.02	425.56
<b>流动资产合计</b>	<b>22,770.57</b>	<b>22,803.73</b>	<b>31,229.27</b>	<b>22,401.23</b>	<b>36,611.16</b>	研发费用	0.00	2.02	2.20	2.42	2.76
长期股权投资	15,752.70	16,083.33	16,083.33	16,083.33	16,083.33	财务费用	905.21	810.81	1,110.17	1,218.42	1,385.39
固定资产	841.05	803.52	786.31	788.26	788.69	资产减值损失	(220.65)	(5.11)	(112.88)	(112.88)	(112.88)
在建工程	2.16	5.38	39.23	71.54	72.92	公允价值变动收益	308.76	181.86	(151.83)	11.37	141.05
无形资产	253.39	240.80	228.19	215.59	202.98	投资净收益	1,835.27	1,053.54	1,474.07	1,474.07	1,600.00
其他	6,771.80	6,896.34	6,613.63	6,793.49	6,739.08	其他	(3,673.49)	(2,372.58)	(2,644.48)	(2,970.87)	(3,482.10)
<b>非流动资产合计</b>	<b>23,621.10</b>	<b>24,029.36</b>	<b>23,750.69</b>	<b>23,952.19</b>	<b>23,887.00</b>	<b>营业利润</b>	<b>598.43</b>	<b>293.93</b>	<b>302.71</b>	<b>405.25</b>	<b>548.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>46,619.87</b>	<b>46,895.79</b>	<b>55,143.82</b>	<b>46,505.01</b>	<b>60,624.21</b>	营业外收入	4.57	7.34	5.90	5.94	6.39
短期借款	7,585.83	6,938.82	13,276.00	9,528.19	19,523.55	营业外支出	33.69	13.32	28.04	25.02	22.12
应付票据及应付账款	1,292.81	563.13	1,916.10	941.69	2,014.01	<b>利润总额</b>	<b>569.32</b>	<b>287.95</b>	<b>280.57</b>	<b>386.17</b>	<b>533.04</b>
其他	8,077.32	9,743.18	9,531.78	9,800.87	10,107.64	所得税	63.75	54.42	31.80	53.33	73.61
<b>流动负债合计</b>	<b>16,955.96</b>	<b>17,245.12</b>	<b>24,723.87</b>	<b>20,270.76</b>	<b>31,645.20</b>	<b>净利润</b>	<b>505.57</b>	<b>233.53</b>	<b>248.77</b>	<b>332.84</b>	<b>459.42</b>
长期借款	4,462.49	3,757.08	4,730.14	0.00	2,214.28	少数股东损益	(78.06)	(6.92)	(16.74)	(27.88)	(27.67)
应付债券	1,184.30	1,790.75	991.68	1,322.24	1,368.23	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>583.63</b>	<b>240.45</b>	<b>265.51</b>	<b>360.73</b>	<b>487.09</b>
其他	2,694.09	2,721.38	2,886.86	2,767.44	2,791.89	每股收益(元)	0.16	0.06	0.07	0.10	0.13
<b>非流动负债合计</b>	<b>8,340.89</b>	<b>8,269.21</b>	<b>8,608.68</b>	<b>4,089.69</b>	<b>6,374.40</b>						
<b>负债合计</b>	<b>25,296.85</b>	<b>25,514.33</b>	<b>33,332.55</b>	<b>24,360.44</b>	<b>38,019.60</b>						
少数股东权益	306.78	259.42	243.52	216.10	189.04	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	3,714.58	3,714.58	3,714.58	3,714.58	3,714.58	<b>成长能力</b>					
资本公积	8,877.07	8,869.57	8,869.57	8,869.57	8,869.57	营业收入	-9.15%	17.41%	9.05%	10.26%	13.78%
留存收益	17,354.56	17,587.66	17,853.17	18,213.89	18,700.99	营业利润	-14.71%	-50.88%	2.99%	33.88%	35.41%
其他	(8,929.97)	(9,049.77)	(8,869.57)	(8,869.57)	(8,869.57)	归属于母公司净利润	-10.99%	-58.80%	10.42%	35.86%	35.03%
<b>股东权益合计</b>	<b>21,323.02</b>	<b>21,381.46</b>	<b>21,811.26</b>	<b>22,144.57</b>	<b>22,604.61</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>46,619.87</b>	<b>46,895.79</b>	<b>55,143.82</b>	<b>46,505.01</b>	<b>60,624.21</b>	毛利率	2.35%	3.04%	2.90%	3.17%	3.41%
						净利率	4.43%	1.55%	1.57%	1.94%	2.30%
						ROE	2.78%	1.14%	1.23%	1.65%	2.17%
						ROIC	4.25%	3.14%	4.48%	3.65%	5.51%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	54.26%	54.41%	60.45%	52.38%	62.71%
						净负债率	68.97%	67.98%	110.73%	71.91%	124.64%
						流动比率	1.34	1.33	1.26	1.11	1.16
						速动比率	0.78	0.81	0.64	0.62	0.52
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.98	61.35	11.76	10.70	20.94
						存货周转率	1.36	1.68	1.39	1.47	1.41
						总资产周转率	0.27	0.33	0.33	0.37	0.40
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.16	0.06	0.07	0.10	0.13
						每股经营现金流	0.89	0.01	-2.77	2.17	-3.27
						每股净资产	5.66	5.69	5.81	5.90	6.03
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	18.90	45.88	41.55	30.58	22.65
						市净率	0.52	0.52	0.51	0.50	0.49
						EV/EBITDA	9.13	16.09	18.92	11.50	15.80
						EV/EBIT	9.46	16.91	19.67	11.92	16.29

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	505.57	233.53	265.51	360.73	487.09
折旧摊销	93.53	77.34	55.97	58.35	60.78
财务费用	943.65	924.60	1,110.17	1,218.42	1,385.39
投资损失	(1,835.27)	(1,053.54)	(1,474.07)	(1,474.07)	(1,600.00)
营运资金变动	1,619.18	982.35	(10,087.65)	7,913.05	(12,608.48)
其它	1,996.24	(1,116.14)	(168.57)	(16.51)	113.38
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,322.90</b>	<b>48.14</b>	<b>(10,298.64)</b>	<b>8,059.96</b>	<b>(12,161.83)</b>
资本支出	1,445.31	318.13	(105.48)	199.41	25.55
长期投资	1,147.13	330.63	0.00	0.00	0.00
其他	(1,409.70)	81.85	1,716.58	1,186.93	1,269.99
<b>投资活动现金流</b>	<b>1,182.74</b>	<b>730.61</b>	<b>1,611.10</b>	<b>1,386.34</b>	<b>1,295.54</b>
债权融资	19,192.32	19,707.21	25,501.63	17,411.79	29,867.97
股权融资	(1,057.55)	(943.10)	(927.47)	(1,215.92)	(1,382.89)
其他	(23,827.36)	(18,864.23)	(19,708.87)	(25,503.66)	(17,413.68)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,692.59)</b>	<b>(100.13)</b>	<b>4,865.29</b>	<b>(9,307.79)</b>	<b>11,071.40</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,186.95)</b>	<b>678.62</b>	<b>(3,822.25)</b>	<b>138.51</b>	<b>205.11</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com