

# 东方集团（600811）

证券研究报告  
2020年09月04日

## 一机两翼，立体化发展摘取植物基皇冠上的明珠

**东方长青，新时代下老牌民企的战略转型。**东方集团成立于1978年，作为一家大型民营投资控股型企业集团，业务涉及经营金融、现代农业及健康食品、新型城镇化开发、港口交通等七大产业，近年来随着重心向主营业务现代农业及健康食品产业转移，并成功打造供应链服务平台，实现战略转型。公司营收由2012年的64.72亿元增加至2019年的131.60亿元，年复合增长率达10.67%。2020年Q1疫情下国内必需粮油品类销售规模增加，公司实现营收27.23亿元，yoy+50%，预计今年业绩有望维持高增。

**农产品基本盘稳步扩张，机身发展奠定腾飞基础。**经过十年深耕，东方粮仓已打造了现代农业全产业链发展模式。公司充分利用东北粮食大省的资源优势及全国重要商品粮基地的地理优势，广泛开展北粮南运、中储粮储备轮换、粮油购销等贸易业务，保证农产品的有效供给。玉米是公司农产品购销的主要品类，在今年价格持续上涨的情况下，公司玉米库存充足，依托完善的仓储及物流体系，能够保障下游客户对玉米原料的需求，受益于农产品价格持续走高，有望迎量价齐升。2019年，公司重新规划业务结构，大力发展大米零售渠道，加强品牌产品营销力度，线上线下齐发力，品牌米实现营收6.82亿元，同比增长214.59%。公司稳定的农产品业务为公司未来进一步拓展人造肉业务和发展玉米网平台奠定坚实基础。

**加工技术向上延伸，争做植物基解决方案平台服务供应商。**人造肉能够在契合人们消费需求的同时缓解环境压力，未来或将迎来快速发展。东北地区是我国最大的商品性大豆和出口大豆生产基地，目前公司其他农产品业务中，大豆业务占比20%，为公司人造肉发展提供了稳定的原材料来源。公司抓住国内食品消费升级的趋势和人造肉蓝海革命的机遇，旨在生产出口感、味道、品相和烹饪体验方面均达到或接近真肉标准的植物人造肉。目前，公司通过与科研中心合作，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。

**中国玉米网再添一翼，横向延伸打造农产品一站式服务。**2019年，公司完成对中国玉米网的收购，建设全国性“产业+互联网+金融”的大宗农产品供应链服务平台，有助于进一步垂直整合玉米上下游产业，结合公司的资金、渠道和物流优势，贯通玉米产业供应链，长远效益可期。在平台加码下，公司实现了在农业全产业链的稳固“机身”下，以“人造肉”及“玉米网平台”为两翼的发展模式，未来有望实现新飞跃。

**投资建议：**预计公司2020-2022年实现营收159.83/198.15/248.21亿元，同比增长21.27%/23.98%/25.26%，实现净利润6.52/7.88/9.76亿元，同比增长11.74%/20.89%/23.85%，EPS分别为0.18/0.21/0.26元，给予公司2020年40倍估值，目标价格7.2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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,506.15	13,178.90	15,982.60	19,815.43	24,821.14
增长率(%)	82.19	(9.15)	21.27	23.98	25.26
EBITDA(百万元)	1,717.47	2,194.42	1,450.37	1,677.92	1,940.23
净利润(百万元)	655.69	583.63	652.14	788.36	976.41
增长率(%)	(14.74)	(10.99)	11.74	20.89	23.85
EPS(元/股)	0.18	0.16	0.18	0.21	0.26
市盈率(P/E)	27.02	30.36	27.17	22.48	18.15
市净率(P/B)	0.86	0.84	0.82	0.79	0.75
市销率(P/S)	1.22	1.34	1.11	0.89	0.71
EV/EBITDA	14.20	9.13	18.50	16.12	14.82

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	4.57元
目标价格	7.2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)	16,975.61
流通A股市值(百万元)	16,975.61
每股净资产(元)	5.74
资产负债率(%)	54.63
一年内最高/最低(元)	5.50/2.80

### 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

**薛涵** 联系人  
xuehana@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《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
- 《东方集团-首次覆盖报告:转型谋拐点，发展正当时!》 2020-08-11

## 内容目录

1. 东方长青，新时代下老牌民企的战略转型 .....	5
1.1. 根基牢固，集团是股份公司的强力支点 .....	5
1.2. 实控人高瞻远瞩，新任管理层带来新突破 .....	7
1.3. 财务指标持续改善，战略调整有望持续剥离拖累业务 .....	8
2. 农产品基本盘稳步扩张，机身发展奠定腾飞基础 .....	10
2.1. 购销业务持续上扬，坐享农产品上涨周期红利 .....	10
2.1.1. 上游粮食储备焕发经济活力，农业全产业链模式打造坚实基础 .....	10
2.1.2. 主营玉米为主的农产品购销业务，有望迎量价齐升 .....	10
2.1.3. 加强合作扩大渠道规模，技术优势增强油脂业务发展信心 .....	12
2.1.4. 米糠加工技术领先，拓展下游多种应用 .....	13
2.2. 迎合消费升级，抢先卡位农产品品牌化大趋势 .....	13
2.2.1. 公司品牌米发展迅速，渠道拓展助力业绩提升 .....	13
2.2.2. 豆制品市场空间尚足，渠道扩张迅速 .....	15
3. 加工技术向上延伸，争做植物基解决方案平台最佳服务供应商 .....	18
3.1. 人造肉行业方兴未艾，产业链加工环节是最高价值典范 .....	18
3.2. 终绽放，坚守农业加工技术已到最佳变观点 .....	20
3.2.1. 技术是人造肉行业核心壁垒，持续创新能力是企业长青关键 .....	20
3.2.2. 坚守农业加工技术，实现人造肉湿法工艺技术领先 .....	21
3.3. 切入核心环节，乘渠道优势成就植物基最佳服务平台商 .....	22
4. 中国玉米网再添一翼，横向延伸打造农产品一站式服务 .....	24
4.1. 中国玉米网横向扩品形成平台化地位 .....	24
4.2. 对标上海钢联，打造互联网平台综合服务商 .....	25
5. 盈利预测及投资建议 .....	26
6. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1：东方集团有限公司历史沿革 .....	5
图 2：东方集团发展历程 .....	6
图 3：东方集团母公司东方集团有限公司部分子公司 .....	6
图 4：东方集团子公司 .....	7
图 5：东方集团股权架构 .....	7
图 6：营业收入及增速（百万元） .....	8
图 7：分产品营业收入占比 .....	8
图 8：主营业务营收占比 .....	8
图 9：归母净利润及增速（百万元） .....	9
图 10：销售费用率、管理费用率、财务费用率 .....	9
图 11：民生银行归母净利润（亿元）及增速 .....	9

图 12: 锦州港归母净利润 (亿元) 及增速 .....	9
图 13: 对联营和合营企业的投资收益及归母净利润 (亿元) .....	9
图 14: 销售毛利率、净利率及粮油购销业务毛利率 .....	9
图 15: 东方粮仓发展模式 .....	10
图 16: 2019 年粮油购销细分业务营收占比 .....	10
图 17: 粮油购销业务营收 (亿元) 及增长率 .....	10
图 18: 现货价: 平均价: 玉米 .....	11
图 19: 生猪存栏量: 能繁母猪 .....	11
图 20: 2019 年玉米下游消费占比 .....	11
图 21: 中国食用植物油消费量 (万吨) .....	12
图 22: 2018 年中国食用植物油产品消费结构占比 .....	12
图 23: 豆粕市场价 (元/吨) .....	12
图 24: 菜粕市场价 (元/吨) .....	12
图 25: 全脂米糠 .....	13
图 26: 中国稻谷各领域消费占比 .....	14
图 27: 中国高端大米市场规模 (亿元) .....	14
图 28: 公司生产基地及加工园区 .....	14
图 29: 品牌米种类多样 .....	14
图 30: 公司品牌米渠道合作平台 .....	15
图 31: 粳稻米市场价 (元/吨) .....	15
图 32: 2018 年全国 50 强规模豆制品生产企业分布情况 .....	16
图 33: 豆制品行业 50 强企业投豆量及销售额 (万吨, 亿元) .....	16
图 34: 银祥豆制品产品图 .....	16
图 35: 银祥豆制品归母净利润 (万元) .....	16
图 36: 中国餐饮收入 (十亿元) .....	17
图 37: 海底捞营业收入 (亿元) .....	17
图 38: 大豆播种面积 (千公顷) .....	17
图 39: 大豆现货均价 (元/每吨) .....	17
图 40: 东方集团结构简图 .....	18
图 41: 全球人造肉市场规模 (亿元) .....	18
图 42: 2019 年植物性食品市场分布情况 (亿美元) .....	18
图 43: 2019-2020 中国人造肉市场重要事件盘点 .....	19
图 44: 植物肉产业链 .....	19
图 45: Beyond Meat 核心竞争力 .....	20
图 46: Beyond Meat 产品创新过程 .....	21
图 47: 干&湿法蛋白挤压工艺 .....	22
图 48: 植物肉产业链 .....	22
图 49: 品牌米线下渠道核心突破区 .....	23
图 50: 东方集团结构简图 .....	23
图 51: 中国玉米网 .....	24
图 52: 农业供应链布局 .....	24

图 53: 中国玉米网版块功能图 .....	25
图 54: 上海钢联发展历程 .....	26
图 55: 东方集团结构简图 .....	26
表 1: 新任管理层过往经历一览 .....	7
表 2: 2019 年公司前五名客户销售情况 .....	11
表 3: 油脂业务相关子公司 .....	12
表 4: 中国豆制品行业政策 .....	15
表 5: 替代蛋白简介 .....	19
表 6: 中国玉米网供应链平台核心功能 .....	25
表 7: 东方集团业务拆分 .....	27
表 8: 可比公司估值 .....	27

## 1. 东方长青，新时代下老牌民企的战略转型

### 1.1. 根基牢固，集团是股份公司的强力支点

东方集团有限公司创建于 1978 年，后于 1988 年成为黑龙江第一家企业集团公司，创业初期主要业务为建筑、房地产开发、经贸等。1989 年，公司成为全国股份制改造首批四家试点企业之一，同年成为中国首批拥有对苏边境贸易经营权的企业之一。1992 年注册设立东方集团股份有限公司，股份公司于 1994 年在上交所上市。2009 年，公司组建东方粮仓板块，开始向农业板块转型。2018 年，公司成立东方优品健康食品控股有限公司，开始逐步延伸现代农业及健康食品产业链，从农业向健康食品供应商转型，同年 10 月当选国家供应链创新与应用试点企业，并成功打造供应链服务平台，实现战略转型。

图 1：东方集团有限公司历史沿革



资料来源：公司官网、公司公告、天风证券研究所

公司的转型升级主要经历了三个阶段：

**1992-2007：初期投资阶段，主业趋于多样化：**1995 年，公司参股锦州港成为第一大股东，进军港口交通业务。乘地产业复苏之势，公司于 1999 年投资创办东方家园，主导建材流通领域。2000 年，公司参股民生银行，公司金融业务稳步开展。公司逐步形成三大产业体系，金融业提供最基本的资金流，建材流通业构成了公司的物流体系，而锦州港保障公司物流顺畅进行。在此期间，公司营收净利同步增长，发展势头良好。

**2008-2017：调整转型阶段，发力农业板块：**2008 年，金融危机、上游房地产业低迷、雪灾地震等自然灾害叠加导致东方家园所在的建材流通行业销售额大幅下降，公司营收大幅下滑。**2008 年起，公司开始逐步剥离东方家园建材零售业务，转向组建农业板块。**2009 年，公司投资设立东方集团粮油食品有限公司，开展粮食深加工等业务，带动公司营收快速增长，2009-2013 年 CAGR+57%。2014 年起，由于粮油市场低迷，公司农业板块业绩有所下滑。此外，2016 年，公司完成国开东方股权收购项目，新增城镇化开发产业，但面对当年北京以功能疏解促转型升级创新发展和房地产调控政策的密集出台，面临挑战。

**2018 年至今：创新升级阶段，再出发业绩强劲：**近年来公司现代农业及健康食品产业高速发展，2018 年公司成立东方优品健康食品控股有限公司，逐步延伸健康食品产业链。此外，公司发力品牌米业务，2019 年 9 月东方粮仓实现品牌米单月销量过亿历史性突破。同时不断加强供应链平台建设，2020 年公司旗下中国玉米供应链服务平台作为中国首个玉米

供应链服务平台正式上线。目前现代农业及健康食品产业为公司主营业务,营收占比约 95%。公司积极盘活存量土地资产、加快资金回笼,地产业务或将逐步剥离。公司营收由 2017 年 79.62 亿元增长至 2019 年 131.6 亿元, CAGR+29%。

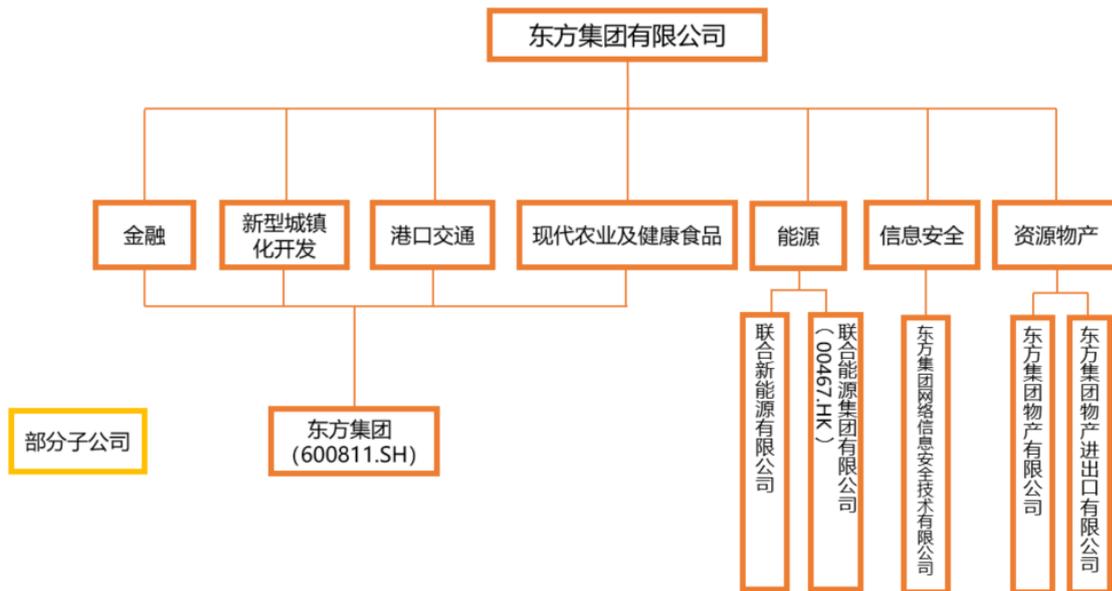
图 2: 东方集团发展历程 (左轴为营业收入, 右轴为归母净利润)



资料来源: Wind、公司官网、天风证券研究所

母公司是公司的强力支点,为公司发展扩张提供保障。公司母公司东方集团有限公司是一家大型投资控股型企业集团,以投资控股型企业集团发展模式,以资产经营和资本运营互动为经营理念,目前经营金融、现代农业及健康食品、新型城镇化开发、港口交通、信息安全、能源、资源物产七大产业,总资产规模逾 700 亿元,净资产逾 250 亿元,参资金充足,为公司实业的扩张与创新转型提供了足够的资金支持与保障。

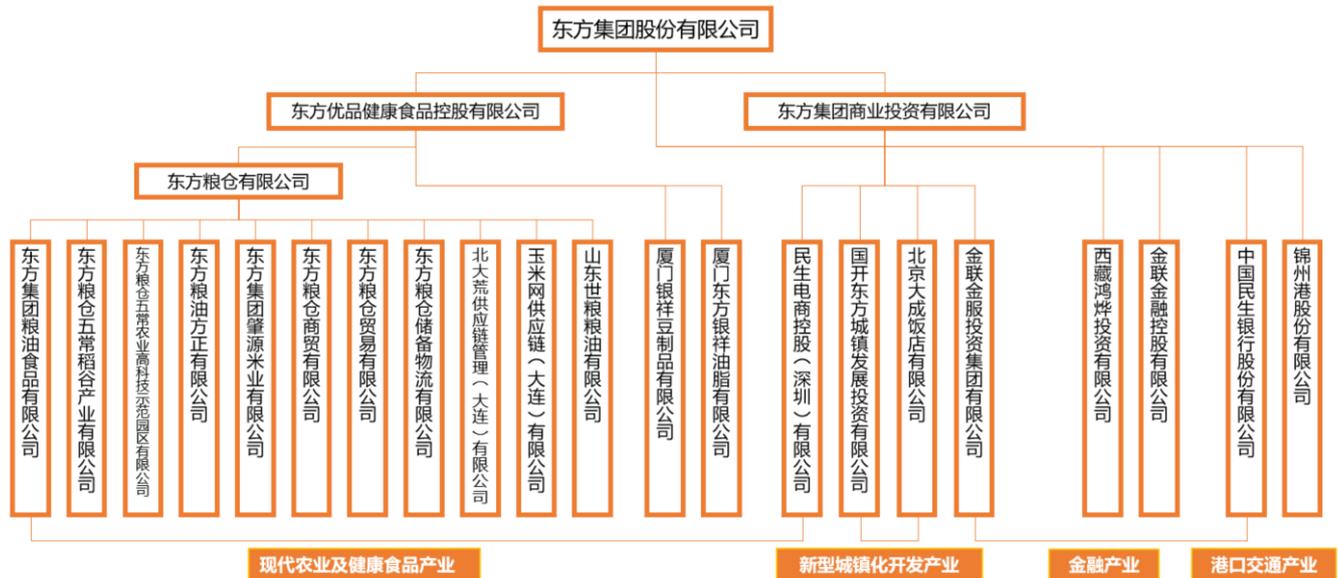
图 3: 东方集团母公司东方集团有限公司部分子公司



资料来源: 公司官网、天风证券研究所

公司业务领域趋于集中,加速转型升级。东方集团参控股多家子公司,涉及现代农业及健康食品、新型城镇化开发、金融和港口交通产业,其中参股两家知名上市公司——锦州港和民生银行,分别持有 15.39%和 2.92%的股份。目前,公司的现代农业及健康食品产业为公司主营业务,主要由子公司东方优品健康食品控股有限公司、东方粮仓、东方集团粮油食品有限公司、厦门银祥豆制品有限公司、厦门东方银祥油脂有限公司等经营,近年来地产业务占比逐步减少,业务领域趋于集中,未来主要看好公司在农产品及食品加工领域的转型升级。

图 4：东方集团子公司



资料来源：公司官网、天风证券研究所

### 1.2. 实控人高瞻远瞩，新任管理层带来新突破

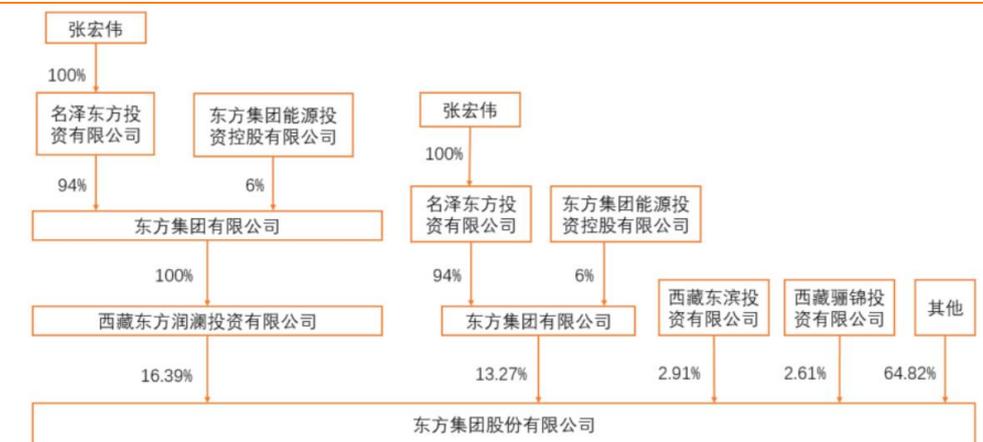
**管理层平稳过度，实控人经验丰富。**2017 年 7 月，公司发布公告称，张宏伟先生卸任董事长，董事长由孙明涛先生接任，同时聘任方灏先生担任公司总裁，管理层实现平稳过渡。新任董事长孙明涛先生精通法务与投资，总裁方灏曾任北大方正投资有限公司副总经理，管理经验丰富。公司副总裁戴胜利曾任华润五丰总经理，具有丰富的粮油销售经验。名誉董事长张宏伟仍为公司实控人，且为东方集团董事局主席，是中国改革开放最早一批创业的民营企业企业家，敢于创新，捕捉和抓住机会能力强。此外，集团公司总裁张显锋全面负责东方集团的经营管理工作后，积极引领集团调整战略方向，有望带领公司成功实现创新转型。

表 1：新任管理层过往经历一览

姓名	职务	过往经历
孙明涛	董事长	工学学士,法学学士。曾任美加投资(天津)有限公司执行董事,东方集团股份有限公司副总裁兼董事会秘书。
方灏	总裁	曾任北大方正投资有限公司副总经理,北大方正集团有限公司资金管理中心总监。
戴胜利	副总裁	曾任华润万家有限公司大区副总经理兼采购总监，华润五丰米业（中国）有限公司总经理。

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 5：东方集团股权架构



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 1.3. 财务指标持续改善，战略调整有望持续剥离拖累业务

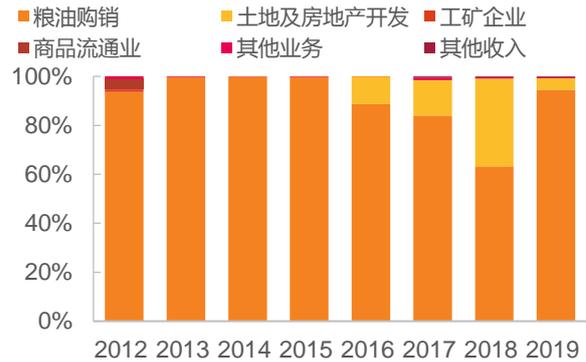
**营收呈上升趋势，主营业务贡献突出。**公司营收由 2012 年的 65 亿元增加至 2019 年的 132 亿元，年复合增长率达 10.67%，主要原因系粮油贸易业务规模的快速扩大。从主营业务来看，公司收入主要来源于现代农业及健康食品产业，营收占比达 90%以上，2019 年实现营收 124.62 亿元，同比增长 36%，连续四年实现高速增长。由于公司新型城镇化开发产业营收的下滑，2019 年公司营业收入同比下滑 9.11%，预计未来公司将进一步聚焦主业，地产业务将逐步剥离。由于 2020 年 Q1 疫情下国内必需粮油品类销售规模增加，公司实现营收 27.23 亿元，yoy+50%，预计今年业绩有望维持高增。

图 6：营业收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

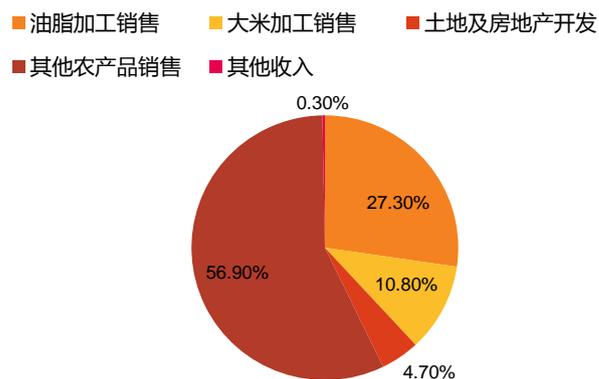
图 7：分产品营业收入占比



资料来源：wind、天风证券研究所

**农产品购销为公司主业，食品加工业务高速增长。**公司现代农业及健康食品产业主要包括品牌大米，品牌豆制品、油脂的生产销售，以及玉米、大豆、水稻等农产品的收购、仓储、加工、销售等。2019 年，其他农产品销售业务实现营收 75 亿元，yoy+17.6%，占比 57%。其中，公司大力发展品牌豆制品生产销售业务，2019 年公司子公司厦门银祥豆制品有限公司实现销售营收 1.09 亿元，yoy+20%。油脂加工销售业务实现营收 35.8 亿元，yoy+181.3%，占比 27%；大米加工销售业务占比 10.8%，其中由于公司发力品牌零售业务，品牌米业务实现销售收入 6.82 亿元，yoy+214.59%，实现新飞跃。

图 8：主营业务营收占比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

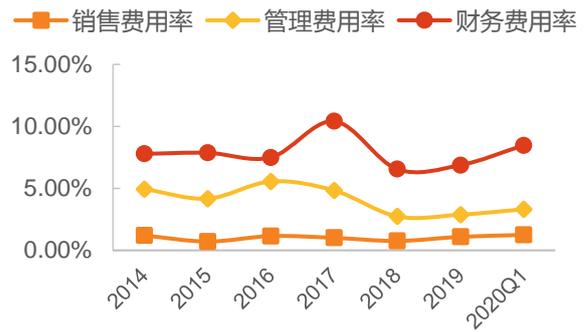
**费用开支可控，利润水平稳步提升。**2019 年，公司实现归母净利 5.84 亿元，yoy-10.99%，主要系国开东方收入减少以及东方粮仓加大品牌产品营销力度。2020 年 Q1，由于油脂、豆制品、品牌米等业务规模相比去年同期大幅增加、经营效益提升，公司实现归母净利 2.27 亿元，同比大幅增长 33.29%。同时，公司加大费用开支管控力度，2020Q1 期间费用率同比下降 4.55pct。其中，管理费用率同比下降 2.65pct，加之地产板块去年项目的回款偿还了部分贷款，降低了融资规模，使得财务费用率同比下降 4.93pct。由于公司为农产品加工销售业务规模增加，销售费用率有小幅上升。

图 9：归母净利润及增速（百万元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

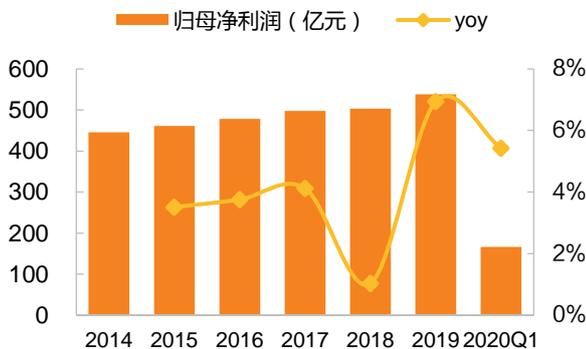
图 10：销售费用率、管理费用率、财务费用率



资料来源：Wind、天风证券研究所

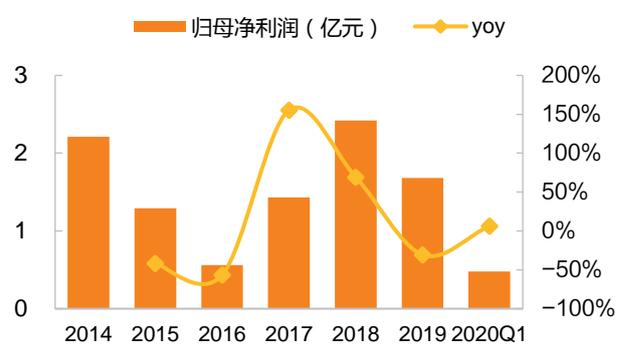
**拖累业务持续剥离，参股公司稳定贡献利润。**公司目前营收主要由粮油购销业务贡献，净利润主要来自联营企业和合营企业的投资收益。2019年，公司获得投资收益18.35亿元，同比增19.69%，其中，对联营企业和合营企业的投资收益为15.76亿，占比86%。联营公司民生银行2019年实现归母净利润538亿元，yoy+6.94%，2014-2019年复合增长率4%，业绩稳步增长。2020年Q1，锦州港实现归母净利润0.48亿元，同比增6.2%，业绩逐渐趋于稳定。此外，公司或将逐步剥离房地产业务，将重点围绕农业和食品加工业。近年来，公司粮油购销业务毛利率逐步增加，预计未来在品牌零售业务的逐步发力下，毛利率将进一步提升，业绩拐点逐步显现。

图 11：民生银行归母净利润（亿元）及增速



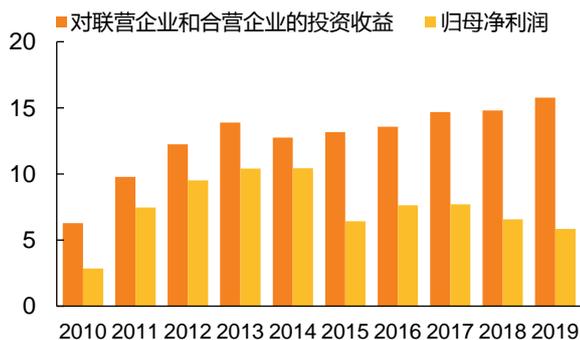
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：锦州港归母净利润（亿元）及增速



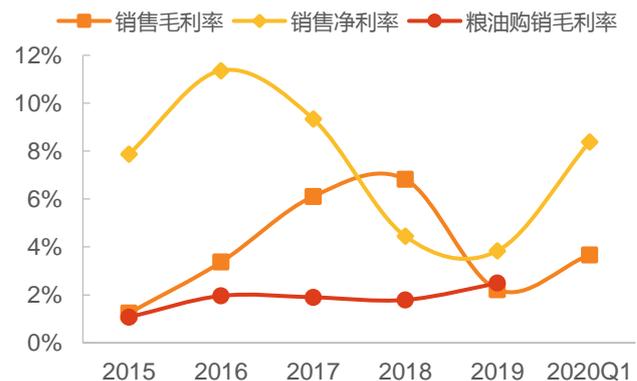
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 13：对联营和合营企业的投资收益及归母净利润（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 14：销售毛利率、净利率及粮油购销业务毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

## 2. 农产品基本盘稳步扩张，机身发展奠定腾飞基础

### 2.1. 购销业务持续上扬，坐享农产品上涨周期红利

#### 2.1.1. 上游粮食储备焕发经济活力，农业全产业链模式打造坚实基础

2009年，公司组建东方粮仓板块，正式向健康食品供应商转型。经过十年深耕，东方粮仓已自主建立种植基地、精深加工园区、研发中心，及贸易、仓储、物流体系等，产业体系涵盖种子培育、农业种植、产品研发、稻谷加工、粮食贸易、品牌营销及电子商务、多品种经营，打造了现代农业全产业链发展模式。

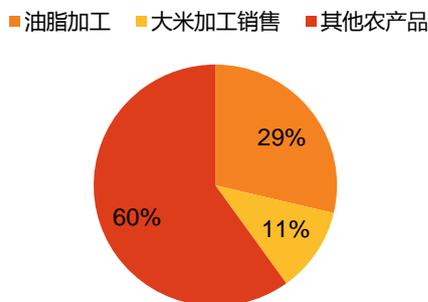
图 15： 东方粮仓发展模式



资料来源：公司官网、天风证券研究所

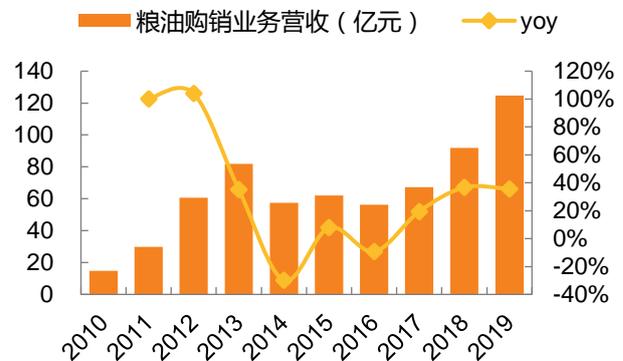
粮食储备是保障国家粮食安全的重要物质基础，2019年，国家粮食和物资储备局局长张务锋表示我国将全面强化粮食流通和战略储备监管，全力提高国家粮食安全和战略应急储备安全保障能力。2017年，公司明确将现代农业及健康食品产业作为未来的核心主业，主要包括大米加工销售、油脂加工以及其他农产品购销业务，此后公司粮油购销业务实现快速增长，由17年的67.2增至19年的124.62亿元，CAGR+36%。公司作为农业产业化国家重点龙头企业，充分利用东北粮食大省的资源优势及全国重要商品粮基地的地理优势，广泛开展北粮南运、中储粮储备轮换、粮油购销等贸易业务，经营规模和影响力在行业内已进入全国前列，年贸易量达到400万吨，近年方正、肇源两个园区均不同程度承担国储粮任务，目前方正园区仍存有国储粮5万吨，保障农产品的有效供给。

图 16： 2019 年粮油购销细分业务营收占比



资料来源：wind、天风证券研究所

图 17： 粮油购销业务营收（亿元）及增长率



资料来源：Wind、天风证券研究所

#### 2.1.2. 主营玉米为主的农产品购销业务，有望迎量价齐升

目前，公司农产品购销业务主要包括玉米、稻谷、大豆和粳米，其中2019年玉米经营业务量超300万吨，是公司农产品购销的主要品类之一。公司孙公司东方集团大连鑫兴贸易

有限公司相关合作方黑龙江省铧镒农机专业合作社建立了 12 万亩的优质玉米种植基地，孙公司东方粮仓贸易有限公司合作企业黑龙江兰西正亿粮油贸易有限公司以土地流转方式建立了 5000 亩优质玉米种植基地，所收获的玉米主要定向供应东方粮仓采购，保障了上游的稳定供应。

表 2：2019 年公司前五名客户销售情况

客户名称	销售金额（亿元）	占年度销售总额比例	品种
大连良运集团粮油购销有限公司	10.85	8%	期货豆/玉米
深圳闽安贸易有限公司	8.83	7%	玉米
福建闽航农业发展有限公司	6.54	5%	玉米
北京市土地整理储备中心丰台区分中心	5.11	4%	土地一级开发收入
吉林省隆裕粮油经销有限公司	5.10	4%	玉米

资料来源：公司年报、天风证券研究所

**玉米价格持续上涨，生猪存栏量现拐点。**年初至今玉米价格上涨幅度已突破 20%，近期临储玉米拍卖均 100%溢价成交，且成交均价持续上升。玉米下游消费中，饲料及损耗占比约 66%，是最主要的消费需求。由于非洲猪瘟和疫情的持续影响，我国生猪存栏量持续下滑，近期开始出现转折，下半年生猪存栏恢复预期较强，拉动国内玉米消费需求。此外，产业链上游的养殖类企业新建猪场，扩大养殖规模，中游的屠宰企业向上游延伸，布局养殖，未来玉米饲料的市场需求也更加旺盛。公司在黑龙江及东北地区拥有玉米采购的资源优势，经过去年四季度收粮旺季的储备，目前公司玉米库存充足，依托公司完善的仓储及物流体系，能够保障下游客户对玉米原料的需求，受益于农产品价格持续走高，有望迎量价齐升。

图 18：现货价：平均价：玉米（元/吨）



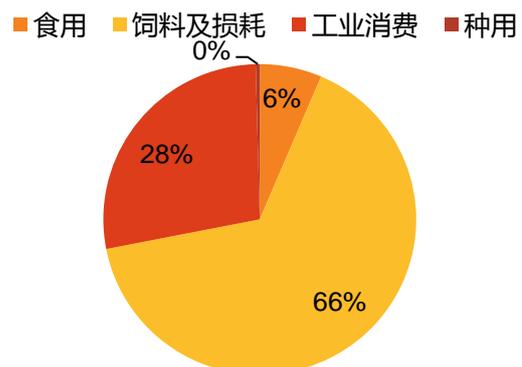
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 19：生猪存栏量：能繁母猪（万头）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 20：2019 年玉米下游消费占比

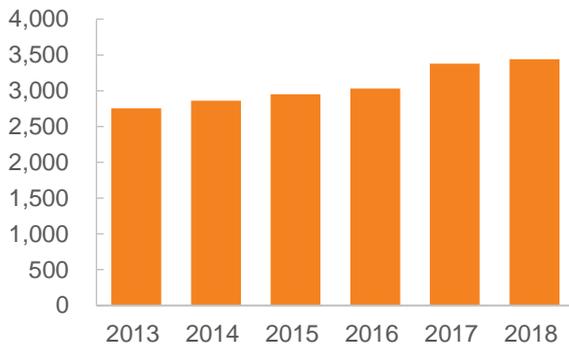


资料来源：腾讯网、天风证券研究所

### 2.1.3. 加强合作扩大渠道规模，技术优势增强油脂业务发展信心

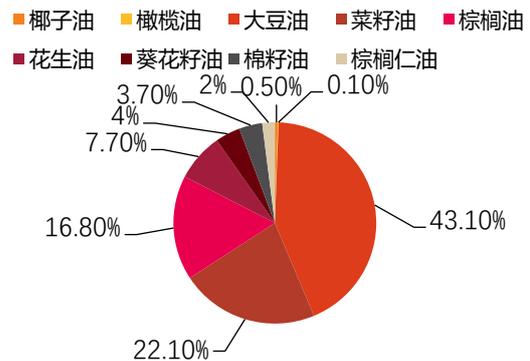
随着居民生活水平不断提高，我国食用油消费量逐年增长，2013-2018 年均复合增长率达 4.54%。据 USDA 统计，2018 年我国大豆油和菜籽油消费占比分别为 43.10%和 22.10%，合计接近 2/3。食用油行业较为集中，丰益国际、中粮、山东鲁花及西王食品处于销量第一梯队，CR4 高达 63.8%。公司油脂业务主营产品为豆油、菜油、豆粕、菜籽粕、磷脂油等，目前公司油脂类业务主要以 B 端为主，主要供给餐饮企业、食品加工企业为主，现与益海、中粮、象屿等知名企业紧密合作，产品销售覆盖四川、重庆、贵州、广西、安徽等省市。

图 21：中国食用植物油消费量（万吨）



资料来源：国家粮油信息中心、天风证券研究所

图 22：2018 年中国食用植物油产品消费结构占比



资料来源：USDA、天风证券研究所

**扩大生产加工规模，油脂营收显著增加。**经过前期准备，2019 年子公司厦门东方银祥油脂有限公司、上海东瑞贸易有限公司扩大了在豆油、菜籽油、菜籽粕、磷脂油等领域的加工、生产和销售业务的渠道和规模，得益于成熟的采购及销售体系，2019 年下半年以来销售规模迅速提升，并实现良好效益，全年油脂业务实现营收 35.76 亿元，占粮油购销业务的 28.69%，同比增长 181.30%；毛利率达 4.22%，同比增加 3.32pct。未来依托产业渠道和信息资源优势，油脂业务量或将持续扩大。

表 3：油脂业务相关子公司

子公司名称	设立时间	地点	业务性质
上海东瑞贸易有限公司	2015 年	上海	饲料、饲料添加剂、食用农产品、金属材料、焦炭、建材、五金等销售
厦门东方银祥油脂有限公司	2018 年	厦门	食用植物油加工；米、面制品及食用油类散装食品批发

资料来源：Wind、天风证券研究所

**技术创新取得突破，市场份额有望提升。**公司拥有厦门银祥油脂有限公司菜籽产业化脱皮技术的排他独家使用权，该技术在油菜籽脱皮关键技术取得重大突破，脱皮率达到 85% 以上，脱皮加工量达到 1500 吨/日，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，并去除了大部分抗营养因子，菜粕价格相对豆粕也更有优势，可作为优质饲料蛋白替代豆粕，助力公司扩大市场份额。

图 23：豆粕市场价（元/吨）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 24：菜粕市场价（元/吨）

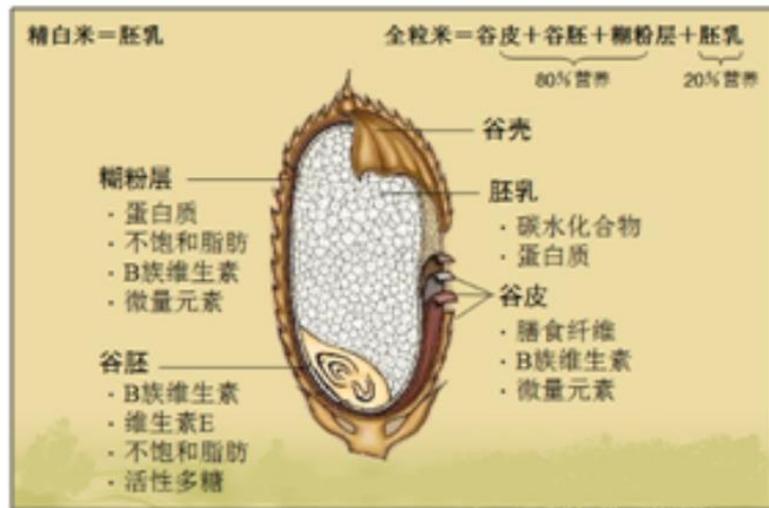


资料来源：wind、天风证券研究所

### 2.1.4. 米糠加工技术领先，拓展下游多种应用

我国是世界是稻米生产量最大的国家，稻谷年产量达 2 亿吨。而米糠是稻米加工的主要副产物，是糙米碾白过程中被碾下的皮层及米胚和少量碎米的混合物约占稻谷重量的 6%—8%，包括稻谷的果皮、种皮、糊粉层及部分米胚芽等，谷类加工是通过适当的碾磨，除去杂质和糠皮，但谷类里的维生素和膳食纤维多存在于糠皮中，所以加工越精细的米面所含的维生素就越少，营养价值不及糙米。据美国农业部研究报告，稻谷中 64%的营养素集中在米糠中，含有生育酚、植酸、28 烷醇、 $\gamma$ -谷维醇等多种生物活性物质，因此米糠是一种较好的营养物质和膳食纤维的来源。

图 25：全脂米糠



资料来源：东方粮仓官网、天风证券研究所

但从糙米脱下的米糠必须在六小时以内将其脱酶稳定，否则酸价会快速增加，严重影响米糠的开发利用价值。2011 年，公司基于双螺杆挤压申请三项国家专利，对米糠进行稳定化管理，防止其衰败。在此基础上，公司延伸下游多种应用。主要用于烘焙行业、主食行业的米糠粉。米糠粉以精选优质东北糙米的新鲜米糠为原料，采用国际先进的专利工艺技术，钝化内源酶制成的可以稳定储存的米糠粉产品，最大程度保留了米糠的营养物质活性，目前公司拥有国内唯一的食品级米糠粉生产线一条，年产可达 1 万吨，该技术达到国际先进水平。

## 2.2. 迎合消费升级，抢先卡位农产品品牌化大趋势

### 2.2.1. 公司品牌米发展迅速，渠道拓展助力业绩提升

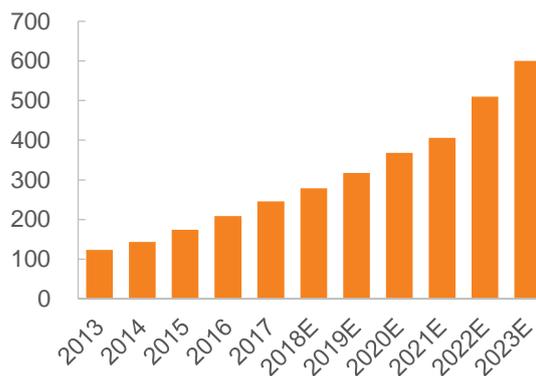
**消费升级抬升高端大米需求。**我国稻谷消费主要分为食用、工业及饲料消费，其中食用占比 80%以上。随着人们消费结构的变化，米饭逐渐由主食开始转向副食，因此口粮需求占比逐渐减少。但随着消费者的消费能力提高，高端大米行业将逐渐向三四线城市拓展，品类需求将不断扩大。2013 年我国高端大米的市场规模约为 123 亿元，到 2017 年增长到 246 亿元，年复合增长率达到 19%，远高于大米行业整体增速，2023 年中国高端大米市场规模预计将达到 600 亿元。公司粮油购销业务主要以 B 端渠道为主，2019 年，公司重新规划业务结构，大力发展大米零售渠道，加强品牌产品营销力度，品牌米实现营收 6.82 亿元，同比增长 214.59%，在大米业务营收中的占比由 2018 年的 13.87%显著提高到 48.03%。2020 年，公司将继续投入资金，进一步拓展品牌米业务的市场规模。

图 26：中国稻谷各领域消费占比



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 27：中国高端大米市场规模（亿元）



资料来源：新浪财经、天风证券研究所

**加工能力支撑产品供应，丰富品种满足消费需求。**公司稻谷加工能力位居全省前三，子公司东方粮仓在五常核心优质主产区首期流转了 1.3 万亩土地，建立了自有的绿色有机东方香米生产基地，此外分别在原材料主要采购地五常、方正、肇源建有精深加工园区，并与多家供应商建立了持续稳定的合作关系，为优质稻谷入仓开通了绿色通道，便于从源头控制产品质量。同时，公司产品愈发多元化，产品也从单一的东北米扩展至苏北米、丝苗米、油粘米等多个品种，不同口味的消费者覆盖面更广，形成了品牌米优质多样的产品优势。

图 28：公司生产基地及加工园区



资料来源：人民网、公司官网、天风证券研究所

图 29：品牌米种类多样



资料来源：京东商城、天风证券研究所

**线上线下同步发力，着力推进渠道建设。**公司线下以华北、华东、华南区域作为核心突破区，迅速入驻家乐福、永辉等全国各大连锁超市，2019 年 9 月品牌米单月营收首次破亿。线上则积极联手京东、天猫等主流电商平台及拼多多、每日优鲜等新零售平台，不断优化供应链以契合消费需求。公司品牌大米于 2019 年 6 月入驻京东，至 2019 年 10 月单月渠道收入超千万元。2019 年 8 月，子公司东方粮油开始与京东新通路展开合作，借助平台优势深入分析消费场景和产品结构，精准触达用户需求，并利用灵活高效的供应链将苏北米的销售区域扩展到全国，实现了全面渠道下沉。此外，公司依据市场变化迅速转变营销思路，通过抖音、快手等平台开展直播带货活动、与美团优选、钱大妈等社区团购业务深入合作。

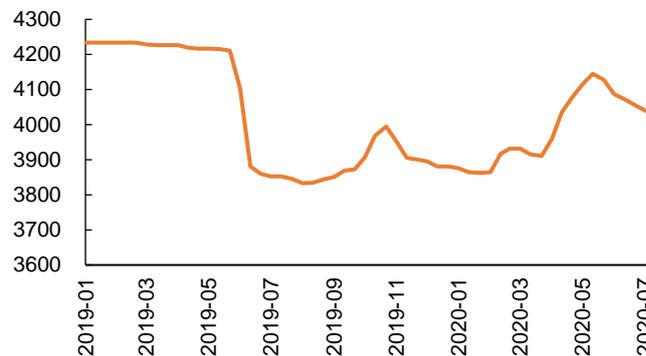
图 30：公司品牌米渠道合作平台



资料来源：公司年报、天风证券研究所

**疫情放大必选消费，品牌米有望延续优势。**2020 年以来面对全球疫情叠加蝗灾的现实情况，公司制定了“通渠道、保供应”的战略部署，安排专线车辆向各地仓库运送大米。公司自有 13000 亩种植基地春耕已启动，同时基于与品牌米原材料主要采购地多家供应商的稳定合作关系，加之年底物流大面积停运前各地现代化仓库充足的大米库存，正常生产运营可以得到保障。疫情中米作为必选消费产品放大了需求，市场价也有所上升，明显助推公司一季度营收及归母净利润的增长。同时，消费者对食品安全的高度关注态势将持续，长期可能加速产品结构调整，使得品牌米等优质产品出现较强后劲。

图 31：粳稻米市场价（元/吨）



资料来源：Wind、天风证券研究所

### 2.2.2. 豆制品市场空间尚足，渠道扩张迅速

**健康生活带动豆制品需求，国家政策助推行业发展。**随着生活水平的提高、生活节奏的加快，现代人对食品的需求开始向营养、健康、安全等方向发展，而豆制品具有人体必需的钙、磷、铁等人体需要的矿物质，并且含有维生素 B1、B2 和纤维素，需求量日益增加。根据我国居民膳食指南要求，到 2020 年底，豆类及其制品的消费量要达到每人每年 14.6 千克，目前远未达到标准。此外，豆制品行业作为农副产品加工，有利于上游的农业增效、农民增收，其发展历来得到国家重视及大力支持，2019 年《大豆振兴计划实施方案》提出，到 2020 年，全国大豆种植面积力争达到 1.4 亿亩，食用蛋白质含量力争提高 1%。随着政策的推进以及消费结构的改善，中国豆制品行业市场前景广阔。

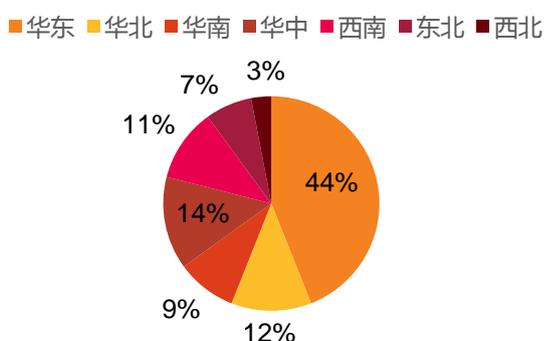
表 4：中国豆制品行业政策

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2019 年 5 月	中共中央、国务院	《关于深化改革加强食品安全工作的意见》	提出坚持安全第一基本原则，到 2020 年，基于风险分析和供应链管理的食品安全监管体系初步建立，农产品和食品抽检量达到 4 批次/千人，主要农产品质量安全监测总体合格率稳定在 97%以上，食品抽检合格率稳定在 98%以上

2019年4月	农业农村部办公厅	《大豆振兴计划实施方案》	提出到2020年，全国大豆种植面积力争达到1.4亿亩，平均亩产力争达到135千克，食用大豆蛋白质含量、榨油大豆脂肪含量力争分别提高1个百分点
2014年1月	国务院	《中国食物与营养发展纲要(2014-2020年)》	提倡以现代营养理念引导食物合理消费，到2020年全国人均全年消费豆类13千克
2012年2月	工业和信息化部	《粮食加工业发展规划(2011-2020年)》	到2020年，我国粮食加工业总产值年均增长12%，形成一批销售收入100亿元以上的大型粮食加工企业集团，粮食加工业技术进步贡献率达到45%

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

**竞争格局尚未形成，市场份额向大企业集中。**豆制品市场受到经济水平、饮食习惯、人口密度等因素的影响，在我国分布不均。我国东部、中部及南部地区由于经济发达等豆制品生产相对发达，反之西北豆制品生产相对较弱，2018年50强规模豆制品生产企业相对集中在东部、中部和南部。此外，行业竞争格局尚未形成。由于我国豆制品尤其是生鲜豆制品保质期较短，而且运输储存均需要冷藏条件，所以生鲜豆制品的生产商基本都以自己的生产基地为中心，呈圆形向四周辐射，加之不同区域豆制品的生产工艺、口味等或有差别，逐渐形成市场块状分布，行业集中度总体较低。但行业日益严格的监管将淘汰部分小企业，大企业的不断研发也会更契合消费者对商品口感口味逐渐提高的要求，大企业在行业中的竞争优势将不断强化，市场份额将日趋集中。

**图 32：2018 年全国 50 强规模豆制品生产企业分布情况**


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

**图 33：豆制品行业 50 强企业投豆量及销售额（万吨，亿元）**


资料来源：前瞻产业研究院、天风证券研究所

**产品不断创新，经营状况稳中求进。**公司豆制品经营主体为厦门银祥豆制品有限公司。银祥豆制品实施以生鲜豆制品加工为主、以腐竹干货系列产品和冷冻豆制品系列产品为辅的发展战略。主要产品包括生鲜豆制品、冷冻豆制品以及腐竹干货等系列，其中生鲜豆制品以福建地区市场为主导，腐竹干货和冷冻豆制品辐射全国。2019年度，银祥豆制品实现销售收入1.09亿，同比增长19.62%，实现归母净利润1122万元，2017-2019年净利润年复合增长率实现41.3%。2020年，银祥豆制品在稳定生鲜豆制品、干货腐竹、冷冻豆制品等市场的基础上，积极开展大豆蛋白等健康食品新产品的研发，进一步加强即食豆腐花、特色高端营养豆腐和长保豆制品等项目的开发和推广力度，满足消费者对健康食品的需求，丰富产品品种，营收规模和利润有望进一步增长。

**图 34：银祥豆制品产品图**

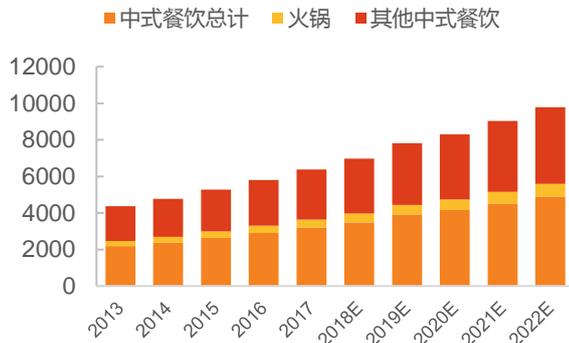

资料来源：京东超市、天风证券研究所

**图 35：银祥豆制品归母净利润（万元）**


资料来源：Wind、天风证券研究所

**合作餐饮业龙头海底捞，豆制品供应前景可观。**2018年，银祥豆制品正式成为海底捞供应商，实现对海底捞火锅豆制品的供应。我国火锅行业蓬勃发展，火锅餐厅数目由2013年约40.6万家增加至2017年60.1万家，根据Frost Suvillian预测，火锅餐饮相比其他中式餐饮具有更大发展潜力，预计2022年将增长至89.6万家。根据Frost Suvillian报告，按2017年收入计算，海底捞在中国和全球的中式餐饮市场中均排名第一，也是中国及全球增长最快的主要中式餐饮品牌。2019年，海底捞实现营收265.55亿元，同比大幅增长56.49%。海底捞经营状况可观，预计未来银祥豆制品对海底捞的豆制品供应量将持续提升。

图 36：中国餐饮收入（十亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 37：海底捞营业收入（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**原材料锁定低价，满负荷生产市场份额有望提升。**目前，银祥豆制品的生产及销售占厦门市场份额的 70%，车间日处理大豆 20 吨，日均产成品 80 吨，年产值 1.5 亿元，产品线覆盖非发酵性豆制品、面制品、蛋制品、其他食品四个单元共 120 多种品项，另外公司计划将在全国多地建设豆制品深加工线，建设标准化厂房及水、电、气等配套设施，并逐步开拓当地市场，提升豆制品行业市场份额。今年受疫情影响，国内大豆市场供需失衡，大豆价格居高不下，银祥豆制品已于五月份提前购入原材料，锁定低价，规避了未来由于大豆价格波动造成的利润损失。同时，由于今年主产区黑龙江省大豆种植面积大幅增加、疫情之下消费需求减弱及下半年新季大豆上市，大豆价格将有望承压下行。

图 38：大豆播种面积（千公顷）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 39：大豆现货均价（元/每吨）



资料来源：wind、天风证券研究所

粮油购销业务是公司目前最主要的收入来源，在玉米价格进入上行周期且下游需求旺盛的情况下，今年业绩有望迎高速增长。此外，公司逐步扩大农产品加工业务规模，在品牌力和渠道力不断增强的情况下，品牌米和豆制品业务未来发展空间大，有望迎来较快增速。公司目前农产品购销和农产品加工业务稳定，为公司未来进一步拓展人造肉业务和发展玉米网平台夯实稳固机身。

图 40：东方集团结构简图



资料来源：公司年报、天风证券研究所

### 3. 加工技术向上延伸，争做植物基解决方案平台最佳服务供应商

#### 3.1. 人造肉行业方兴未艾，产业链加工环节是最高价值典范

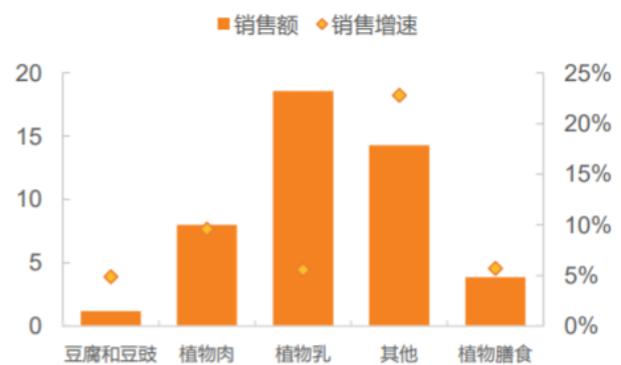
城市化进程导致了农耕畜牧的萎缩，人口的不断增长使得肉制品消费总量对环境的压力日益增大，经济发展加速蛋白摄入需求总量的增加，叠加动物疫情频发，肉类替代品市场相应迎来高速发展阶段。植物肉作为人造肉的细分类别，由于具有零胆固醇、低脂肪等健康优势，减少肉制品带来的患病风险，满足绿色健康消费理念，在发达国家快速渗透，作为农产品产业链的进一步延伸与升级，未来或将是人造肉概念中发展最快的细分领域。

图 41：全球人造肉市场规模（亿元）



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

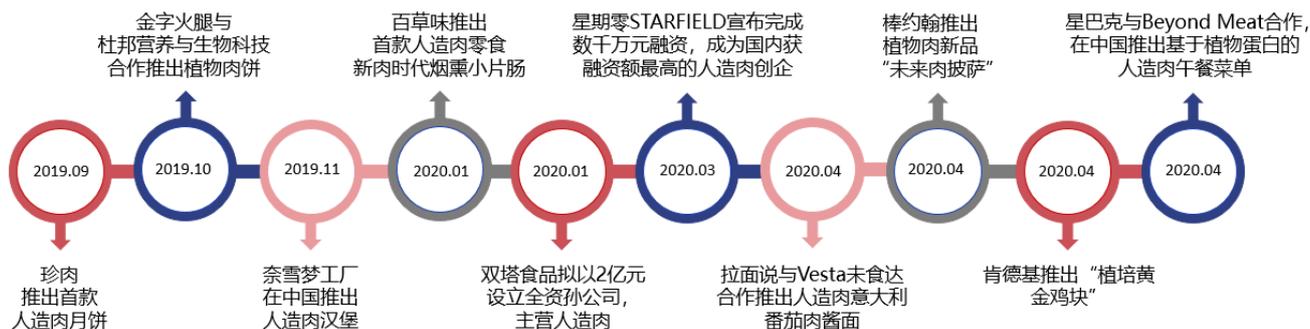
图 42：2019 年植物性食品市场分布情况（亿美元）



资料来源：The Good Food Institute、天风证券研究所

**中国市场处于发展萌芽期，多方因素共振行业快速发展。**目前国内市场尚处发展初期，但随着中国肉类消费的增加，人造肉可填补中国未来肉类缺口，同时，消费者更绿色健康的饮食消费习惯，使得植物性食品在中国迎来风口。2019 年以来，各大企业纷纷布局人造肉市场，中国人造肉市场迎来快速发展。目前，植物肉产品已经逐渐开始进入中国主流餐饮及零售渠道：珍肉、金字火腿、百草味等均推出人造肉零售端产品；餐饮渠道方面，2020 年 4 月 20 日，肯德基在国内推出以大豆、小麦及豌豆蛋白为原料的“植培黄金鸡块”；4 月 21 日，星巴克宣布，与 Beyond Meat 合作，在中国推出基于植物蛋白的人造肉午餐菜单，即将在中国星巴克分店发售。伴随餐饮行业巨头纷纷入局人造肉行业，连锁餐饮使得消费者更易接触植物肉，增加购买意愿，植物肉的认识深度也将会随着巨头宣传迅速提升，提升渗透度，在消费者复购意愿较强的加码下，行业有望迎快速增长。

图 43：2019-2020 中国人造肉市场重要事件盘点



资料来源：Foodaily，天风证券研究所

**产业链加工环节是最高价值典范。**从植物肉产业链来看，目前上游原材料主要以豌豆和大豆为主，通过初步加工，从农产品原材料中提取纯度较高的豌豆/大豆蛋白，通过进一步深加工，利用产业链上的核心挤压环节得到适合用于生产植物肉的基础材料-组织蛋白，用来最大程度的模拟肉制品的结构和感官品质，最终通过混合加工调味得到植物肉成品。对于 Beyond Meat 来说，豌豆组织蛋白是成功产品的基础材料，无法从现有供应商那里获得，因此他们拥有自己制造的制造设备。这可以看作是产业链中的核心价值，公司的设施可以与技术很好地协同工作，并与后续环节相互配合。

图 44：植物肉产业链



资料来源：Beyond Meat 招股说明书、天风证券研究所

**大豆蛋白营养结构均衡，成本端竞争优势显著。**大豆蛋白是植物性人造肉的主要原材料之一，具有凝胶乳化性强、蛋白纤维丝感强、易膨挤压等优点，且成本较低。与国外消费者不同的是，国内消费者对大豆蛋白接受程度高，且大豆蛋白的营养结构最接近动物蛋白，国内大豆蛋白市场未来有望伴随国内人造肉的兴起而蓬勃发展。东北地区是我国最大的商品性大豆和出口大豆生产基地，目前公司大豆业务是农产品销售业务的主要品类之一，为公司人造肉发展提供了稳定的原材料来源。公司把握市场趋势，近年来已开始涉足人造肉领域，主要采用大豆蛋白，复合其他原料，积极开展大豆蛋白、即食素肉等健康食品新产品的研发和推广，业务有望在行业蓬勃发展下实现快速发展。

表 5：替代蛋白简介

属性	植物蛋白	昆虫蛋白	微生物蛋白	细胞蛋白
价格( \$/kg; 100%protein )	大豆: 2 豌豆: 5	41	13	300
安全性	大豆: 可能有雌激素或转基因物 豌豆: 安全, 无转基因物	存在致敏风险	美国食品药品监督管理局 (FDA) 要求依法分类贴标	由于技术复杂被认为应谨慎
口感	大豆: 口感不错, 成分多变 豌豆: 轻微豆类味道, 需遮	不熟悉的味道或质地, 气味需改善	现阶段为模拟肉质感与鸡蛋混合并冷冻	为模拟肉类, 仍需质感改善及脂肪细胞加入
可消化性 (氨基酸校正评分)	大豆: 0.96 豌豆: 0.72	0.73	1.0	0.92
动物福利	无影响	可接受程度	无影响	可接受程度

环境影响	低	低	中	高
创新度	10 年以上市场经验	5 年以上市场经验	5 年以上市场经验	未应用

资料来源：麦肯锡、天风证券研究所

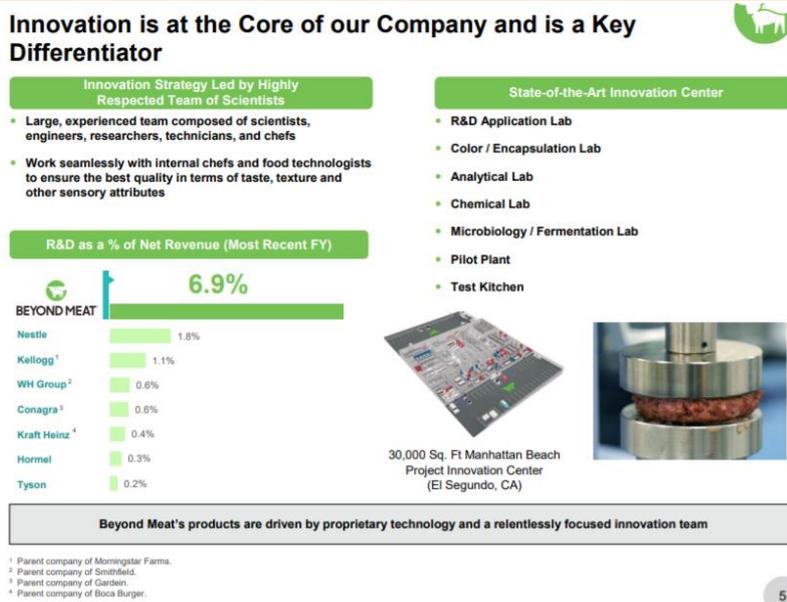
## 3.2. 终绽放，坚守农业加工技术已到最佳变现点

### 3.2.1. 技术是人造肉行业核心壁垒，持续创新能力是企业长青关键

**“前沿技术+商业运营”成就人造肉第一股。**2009 年，伊森·布朗于 2009 年创立超肉公司，主要致力于生产纯植物性仿肉食品，以消除肉类生产过程所造成的负面影响，但遭遇技术难题，直到与密苏里大学生物工程系的谢富弘博士接洽。谢富弘博士及其团队多年来一直潜心研究植物蛋白的食品加工技术，通过运用食品挤压机，经过高温和高压的过程，重组植物蛋白的组织排列，形成与肉类纤维相似的结构，并于 2008 年成功制作出一块从质感到口感，都与真肉足够相似的植物鸡肉。2009 年，布朗先生与谢富弘博士合作将产品商业化，并于 2012 年，历时五年后，Beyond Meat 正式推出第一款产品——植物鸡柳。

**研发团队不断扩大，技术水平持续领先。**Beyond Meat 在创新能力方面投入大量资源，2018 年公司在洛杉矶总部开设了新研发中心，聘请世界领先的科学家和工程师从植物中“重建”肉类。截止 2019 年底，公司的创新团队汇集了一百多位来自化学，生物学，材料科学，食品科学和生物物理学学科的领先的科学家们，以及工程师，食品技术人员，厨师和管理人员。截至 2019 年 3 月 30 日，公司已经提供了几项独特的基于植物的肉类突破，以及对现有产品的持续改进。随着公司在专业知识和技术水平的多年深耕，公司的创新脚步不断加快，从而缩短了新产品发布之间的时间。

图 45: Beyond Meat 核心竞争力



资料来源：公司公告、天风证券研究所

**投入大量研发费用，持续创新能力拓展多品类发展。**Beyond Meat 持续投入研发，研发费用持续增加。2016 年，研发费用率超 35%，2019 年，研发费用 2065 万美元，研发费用率仍高达 6.9%。Beyond Meat 成立以来，一直保持不断推新，从鸡肉、肉块、汉堡到香肠、肉饼、牛肉，到未来仍规划推出的鸡胸肉、熏猪肉、牛排，品类不断扩张，创新能力持续增强，未来有望生产出所有肉类的植物肉产品，因此始终在行业保持领先地位。

图 46: Beyond Meat 产品创新过程



资料来源: Foodnavigator、Forbes、公司官网、天风证券研究所

### 3.2.2. 坚守农业加工技术，实现人造肉湿法工艺技术领先

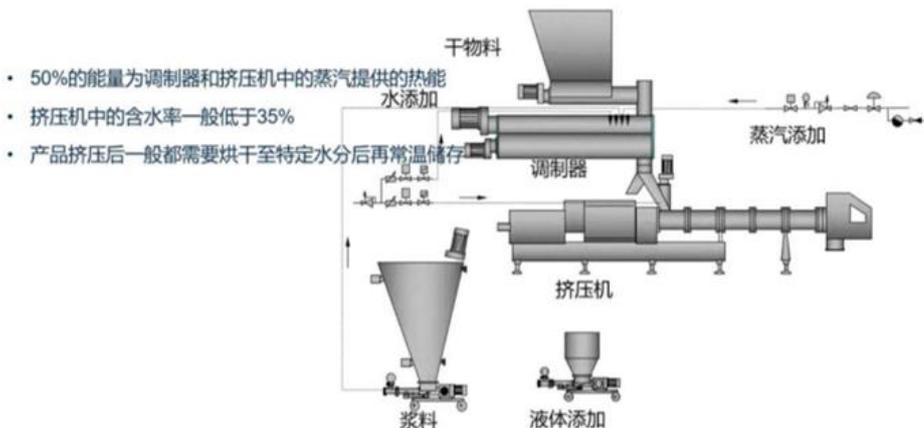
“前沿技术+商业模式”再现，研发团队经验丰富。在人造肉行业，模拟真肉的挤压技术为行业核心壁垒，公司在 2010 年就开始组织团队进行食品类挤压技术的研发，公司在 2012 年所取得的《全脂稳定米糠粉》(专利号 ZL.2012.1.007591.6)、《全脂稳定米糠粉的生产方法》(专利号 ZL.2012.1.007481.X)、《全脂稳定米糠粉的生产设备》(专利号 ZL.2012.1.007616.2) 三项专利就是基于双螺杆挤压技术，其中，全脂米糠低温挤压稳定化工艺关键技术成果经科技鉴定达国际先进水平，而基于双螺杆挤压技术的高湿法人造肉制造技术是目前美国 BEYOND MEAT 的核心技术。公司农业产业板块总工程师王哲为国家二级研究员，专注于大豆精深加工领域 40 余年，公司积累了大量前期技术开发经验。

8 月 27 日，公司与沈阳农业大学、沈阳师范大学签订人造肉领域技术联合开发协议，将与高校进行深度合作，开发高水分植物基人造肉，以“产学研”结合方式，攻克人造肉领域的配方、水分、色泽、纤维、味道等难题。食品挤压技术研究中心成立于 2012 年，拥有“基于双螺杆挤压技术的高湿法人造肉制造技术”，和国际人造肉龙头企业 Beyond Meat 采用相同的技术路线。研究中心曾作为牵头单位负责科技部未来食品（植物蛋白肉部分）的调研和规划工作，是中科院情报所未来食品（植物蛋白肉部分）科技战略的重要信息节点平台，承担国际合作、科技部农业科技支撑及星火计划等项目 40 余项，获科技奖励 15 项。高纤类植物蛋白素肉制品的研究经科技鉴定达同行业领先水平，目前是国内唯一的集挤压膨化基础和工艺研究理论、生产技术应用、装备开发、新产品设计为一体的专业化工程技术平台。

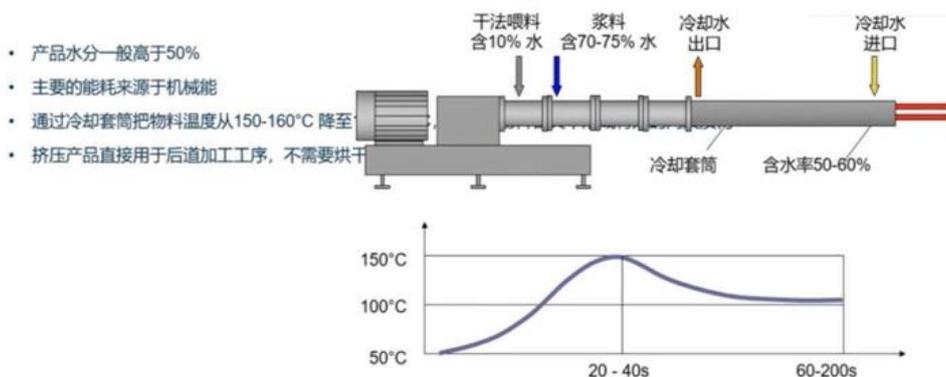
模拟真肉的挤压技术为行业核心壁垒，公司设备技术成熟。结合固有食品挤压技术优势，公司抓住国内食品消费升级的趋势和人造肉蓝海革命的机遇，旨在生产出在口感、味道、品相和烹饪体验方面均达到或接近真肉标准的植物人造肉。公司拥有的挤压设备是人造肉的核心设备，其中成熟运用的高湿法工艺现处于行业领先地位。高湿的挤压蛋白工艺基料的含水量达到 60%以上，跟干法不同，挤压过后有冷却套筒的装置降低物料的温度，给物料一定的停留时间，有利于蛋白分子定向的排列和巩固，这样制成的产品质构有长的纤维结构，更像真肉。如今公司已积累了大量前期技术开发经验，未来或将向引领植物蛋白人造肉行业的目标迈进。

图 47：干&湿法蛋白挤压工艺

### 干法组织蛋白挤压工艺



### 湿法组织蛋白挤压工艺

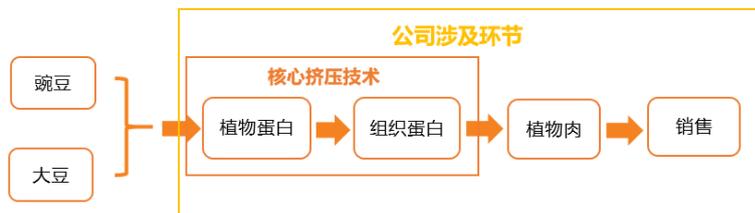


资料来源：布勒中国、天风证券研究所

### 3.3. 切入核心环节，乘渠道优势成就植物基最佳服务平台商

**发力核心环节，打通价值链中下游。**通过与研究院进行合作，公司在植物肉产业链上涉足整个中下游环节，包含整条价值链的核心，也就是挤压技术。目前，国内人造肉公司通过合作和自主研发两个方向实现技术与口味突破。第一种模式下，公司通过与其他公司进行技术合作，主要负责生产及销售。例如与美国杜邦公司达成技术合作的百草味及金字火腿；另一种模式则是与科研机构进行合作，大力投资科研，自主研发人造肉配方，掌握人造肉核心技术。例如东方集团和初创企业星期零，通过与高校研究院建立科研合作关系，丰富植物肉的口感。在核心技术加码下，公司通过双螺旋工艺和高湿法挤压工艺生产出质地更接近肉且营养成分和生理活性成分损失少的组织蛋白，为植物肉的进一步加工打下基础，进而生产出口感和营养成分均追求最优化的替代蛋白肉。

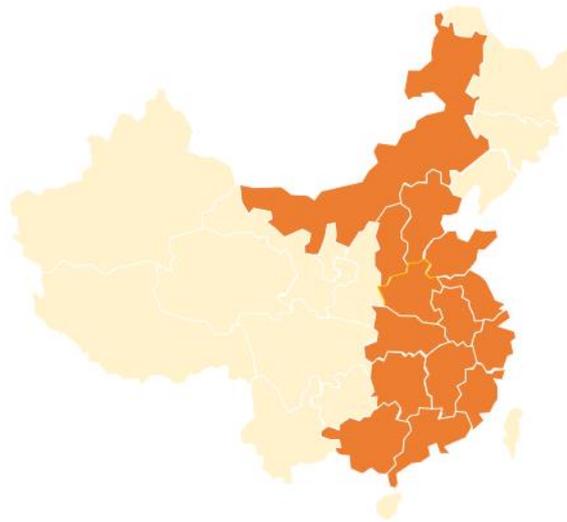
图 48：植物肉产业链



资料来源：Beyond Meat 招股说明书、天风证券研究所

**完备渠道建设为植物肉发展奠定基础。**公司农产品业务经过多年发展，已经形成较为完善的渠道体系。公司品牌米产品销售渠道方面已形成覆盖全国主要区域的线下商超、线上电商平台的联动销售模式，并在北京、上海、武汉、西安、深圳、江苏等地配备现代化仓库，用于各销区的货物库存周转，为全国各地区产品供应提供有力支撑。线下渠道公司以华北、华东、华南区域作为核心突破区域，通过迅速入驻大型商超，线上电商及新零售方面，公司积极联手京东、天猫、苏宁各大主流电商平台以及拼多多、每日优鲜等新零售平台，不断优化供应链。此外，银祥豆制品销售已覆盖福建厦门、漳州、泉州、莆田、福州等地市，并不断扩大销售渠道，陆续进入北京、河南、广东、四川、重庆、上海、浙江和新疆等区域市场；油脂业务销售覆盖四川、重庆、贵州、广西、安徽等省市。目前公司的渠道结构完备，为未来植物肉的发展打下坚实基础。

图 49：品牌米线下渠道核心突破区



资料来源：公司公告、天风证券研究所

在稳固的农产品业务基础上，公司充分挖掘农业品下游的最优价值。通过迎合国内大健康趋势，拓展大健康类食品，充分发挥农产品的深度价值，并精准把握植物肉产业链的核心环节，未来有望推出最佳植物基解决方案，同时利用公司已有的完备渠道建设，为公司的稳固的机身增添一翼。

图 50：东方集团结构简图



资料来源：公司年报、公司半年报、天风证券研究所

## 4. 中国玉米网再添一翼，横向延伸打造农产品一站式服务

### 4.1. 中国玉米网横向扩品形成平台化地位

**收购玉米网推出平台，公司成功转型升级。**2019 年公司完成对玉米网供应链（大连）有限公司的收购，开始控股玉米领域最大的信息集成平台“中国玉米网”。2020 年 2 月，全国首个线上玉米交易平台——中国玉米供应链服务平台正式上线。公司深耕农业领域多年，常年经营玉米业务，控股玉米网旨在进一步垂直整合玉米上下游产业，结合公司资金、渠道和物流优势，贯通玉米产业供应链，打造全国性“产业+互联网+金融”的大宗农产品供应链服务平台。2017 年，国务院将供应链的创新与应用上升为国家战略，在此背景下，公司从现代农业综合企业到现代农业供应链管理企业的转变无疑是重要的转型升级，未来公司将进一步向中国大宗农产品交易平台服务商发展。

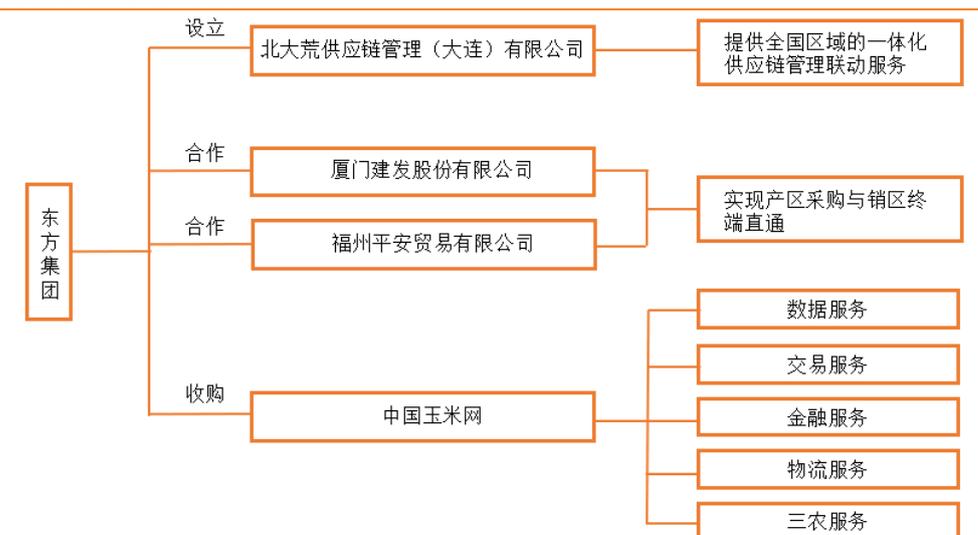
图 51：中国玉米网



资料来源：中国玉米网、天风证券研究所

**依托地理优势建立物流体系，发挥产业供应链优势。**公司地靠锦州港交通枢纽，物流享受一定优惠协议。公司于 2018 年 9 月与北大荒粮食集团有限公司等公司共同投资设立北大荒供应链管理（大连）有限公司，发展以供应链管理为核心、基础物流和高端物流为支撑的新型业务模式，并辐射南北网络，为客户提供全国区域的“运-贸-融”一体化供应链管理联动服务。截止 2019 年底，北大荒供应链管理（大连）有限公司累计完成 270 万吨玉米、大米和进口大豆运量。此外，公司与厦门建发股份有限公司、福州平安贸易有限公司纷纷展开合作，优势互补，减少中间环节，实现产区采购与销区终端直通，提升市场影响力和占有率。

图 52：农业供应链布局

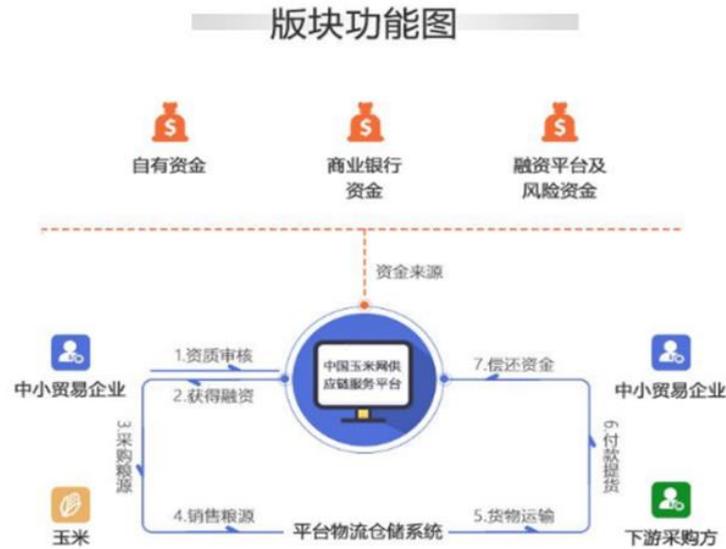


资料来源：公司公告、中国玉米网、天风证券研究所

**具备完善行业研究体系，平台成交总额持续攀升。**中国玉米网是国内最具权威的玉米产业咨询服务平台，注册的会员涵盖国内外玉米全产业链内重点知名企业，目前自身年贸易量占全国玉米年贸易量的 30%。同时，中国玉米网具备完善的行业研究和报告体系，不定期为政府提供产业建议，并为国内多家知名机构和网站提供专业农产品信息支持。相比于其

他单纯提供信息汇聚平台，中国玉米网的优势在于综合行业资讯进行深度研究。平台的五大核心功能包括大数据服务、三农服务、交易服务、金融服务和物流仓储服务。自 2020 年正式上线以来，平台推出全流程智能监管的玉米供应链交易模式。至 2020 年 3 月末，平台累计累计成交总额达 5.87 亿元，之后成交总额不断攀升至 6 月末的 15.12 亿元。

图 53：中国玉米网版块功能图



资料来源：中国玉米网、天风证券研究所

表 6：中国玉米网供应链平台核心功能

平台核心功能	具体业务
大数据服务	提供产业咨询（市场纵览、南北港口报价和行业综述）、数据库和分析报告
三农服务	提供三农咨询和三农科教
交易服务	提供玉米的供应信息和求购信息
金融服务	引入核心资信企业+银行+券商+风投的多样化融资渠道，为产业客户提供投融资业务。
物流仓储服务	物流运输指通过区块链、物联网、大数据汇集信息，编辑物流指数，掌握物流成本波动规律。

资料来源：中国玉米网、天风证券研究所

自平台推出以来，公司不断开展多元合作，业务持续加深加强：1）2020 年，玉米网与扑克财经合作，结合扑克财经创新的互联网产品服务，在行业数据、产业调研、投资咨询等业务上建立合作服务新模式。扑克财经是国内领先的大宗商品和金融行业综合信息服务商，此次合作扩展了平台的各项交互服务功能，将使得产业链上下游企业更加便捷地获取行业最新动态。2）2020 年 7 月，玉米网与养殖生猪行业巨头牧原集团子公司牧原粮贸在信息、贸易、金融等业务方面展开合作。玉米作为饲料在牧原集团的生猪养殖过程中消耗巨大，玉米网的全供应链平台将助力牧原集团业务发展，此次合作也将帮助玉米网更好地为客户提供服务。3）此外，玉米网与现代化综合物流服务企业沈铁物流集团在物流服务业务上达成合作，预计将进一步完善供应链物流服务体系，优化布局。

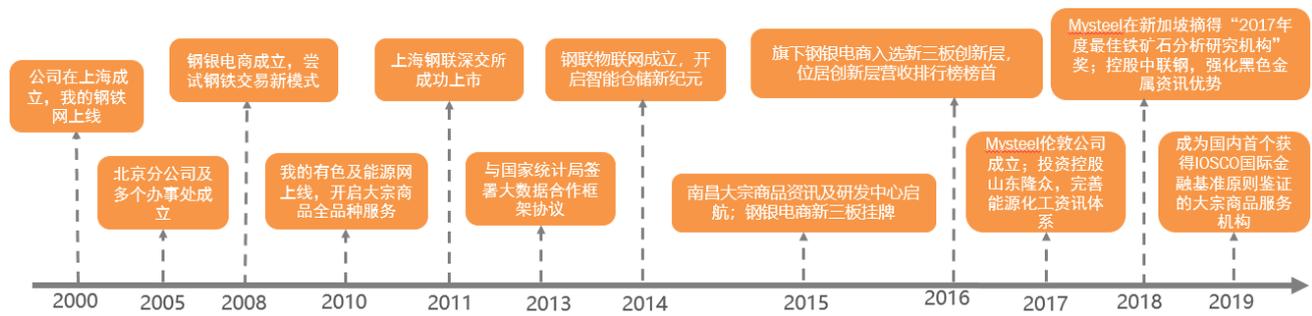
玉米网自被公司收购以来积极与各企业合作，展示了其在数据、金融、贸易、物流等多项业务上的发展决心与良好势头。

#### 4.2. 对标上海钢联，打造互联网平台综合服务商

2000 年，上海钢联成立，此后逐步打造了以大数据为基础的网络综合资讯、上下游行业研究、专家团队咨询、电商交易平台、智能化云仓储、信息化物流、供应链服务为一体的互联网大宗商品闭环生态圈，并形成了以钢铁、矿石、煤焦为主体的黑色金属产业及有色金属、能源化工、农产品等多元化产品领域的集团产业链。公司通过钢银平台及战略合作伙伴为客户提供支付结算、仓储、物流、加工等一系列增值服务。依托大数据的力量，公司全面渗透交易、供应链服务等多个产业链环节，实现多产业拓展，不断完善大宗商品电子

商务体系。

图 54：上海钢联发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

钢银电商于 2013 年正式启动，随后成长迅速，电商交易量不断攀升。在此背景下，一方面公司可以获得一手交易数据，夯实公司数据服务的优势。另一方面，公司建立了覆盖全国的信息采集网络，具有采集渠道丰富、信息准确度高优势，并不断提升流程标准化程度，提升了信息的全面性、精确性与及时性。据公司官网，公司目前拥有 70 万石化产品供应链客户资源，占全国石化企业的 90% 以上，且品类不断扩张，在大数据支撑下，公司业务价值不断扩大，成为国内领先的多品类互联网平台综合服务商。对标上海钢联，东方集团也在逐步打造大宗产品类互联网综合服务平台。在平台加码下，公司实现了在农业全产业链的稳固“机身”下，以“人造肉”及“玉米网平台”为两翼的发展模式，未来有望实现新飞跃。

图 55：东方集团结构简图



资料来源：公司年报、公司半年报、天风证券研究所

## 5. 盈利预测及投资建议

我们假设：

1. 在品牌加码下，渠道不断拓展，品牌米业务迅速增长，占比持续提升。
2. 公司未来将主要以农产品全产业链+人造肉产业+互联网平台模式发展，房地产业务将逐步剥离。

表 7: 东方集团业务拆分

(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>营业收入</b>	<b>62</b>	<b>63</b>	<b>80</b>	<b>145</b>	<b>132</b>	<b>160</b>	<b>198</b>	<b>249</b>
粮油购销	62	56	67	92	125	157	193	238
土地及房地产开发		7	12	52	6	2	-	-
其他收入			0.43	0.58	0.41	0.41	0.43	0.45
植物基						0.5	5	10
<b>营业成本</b>	<b>61</b>	<b>61</b>	<b>75</b>	<b>135</b>	<b>129</b>	<b>156</b>	<b>191</b>	<b>239</b>
粮油购销	61	55	66	90	122	152	187	230
土地及房地产开发		5	8	44	7	2	-	-
其他收入			0.04	0.41	0.35	0	0	0
植物基						0	4	8

资料来源: Wind、天风证券研究所

综上, 预计公司 2020-2022 年实现营收 159.83/198.15/248.21 亿元, 同比增长 21.27%/23.98%/25.26%, 实现净利润 6.52/7.88/9.76 亿元, 同比增长 11.74%/20.89%/23.85%, EPS 分别为 0.18/0.21/0.26 元, 我们选取上市公司道道全、克明面业、双塔食品作为可比公司, 取 2020 年 8 月 28 日 Wind 一致预期作为可比公司的 PE 值, 运用相对估值法对公司进行估值, 给予公司 2020 年 40 倍估值, 目标价格 7.2 元, 维持公司“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

公司代码	可比公司	PE(18A)	PE(19A)	PE(20E)	PE(21E)	PE(22E)
002852.SZ	道道全	16	30	31	22	18
002661.SZ	克明面业	22	18	27	24	20
002841.SZ	双塔食品	38	53	65	39	32
	行业平均	25	34	41	28	23

资料来源: Wind、天风证券研究所

## 6. 风险提示

**宏观经济下行风险:** 消费升级是由人均可支配收入提升推动的, 宏观经济下行会导致收入下降, 进而延缓消费升级进程。

**政策风险:** 相关的食品安全政策会影响相关行业的经营情况。

**食品安全风险:** 食品安全事件的爆发对公司的名誉会带来较大的影响。

**重大病虫害风险:** 全国农技推广中心发布的 2020 年全国农作物重大病虫害发生趋势预测 2020 年我国农作物重大病虫害总体将偏重发生, 可能会对公司粮源和粮食质量产生影响。

**疫情控制不及预期风险:** 疫情具有较强的不确定性, 多国限制农产品出口, 可能对公司相关农产品销售业务带来价格波动和供需结构变化等风险。

**人造肉发展不及预期:** 人造肉产业处于起步阶段, 未来销量不及预期可能导致公司业绩不及预期

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6,172.69	4,485.95	5,440.30	6,744.95	8,448.84	营业收入	14,506.15	13,178.90	15,982.60	19,815.43	24,821.14
应收票据及应收账款	3,076.56	224.77	202.29	213.53	207.91	营业成本	13,491.80	12,868.68	15,575.65	19,147.50	23,868.35
预付账款	222.49	388.65	267.34	509.57	526.18	营业税金及附加	265.47	34.32	95.90	99.08	124.11
存货	9,751.56	9,605.16	12,651.90	13,341.15	17,440.44	营业费用	109.75	143.42	183.80	233.82	297.85
其他	8,282.48	8,066.05	7,513.14	8,086.09	7,912.21	管理费用	396.13	378.95	479.48	584.56	732.22
<b>流动资产合计</b>	<b>27,505.79</b>	<b>22,770.57</b>	<b>26,074.97</b>	<b>28,895.29</b>	<b>34,535.57</b>	研发费用	0.00	0.00	0.00	9.91	24.82
长期股权投资	14,605.57	15,752.70	17,086.83	18,476.54	19,766.87	财务费用	947.56	905.21	730.47	818.54	895.41
固定资产	994.52	841.05	814.94	808.55	800.98	资产减值损失	429.43	(220.65)	73.41	94.06	(17.72)
在建工程	7.91	2.16	37.30	70.38	72.23	公允价值变动收益	299.36	308.76	304.06	306.41	305.24
无形资产	287.21	253.39	239.75	226.11	212.48	投资净收益	1,533.40	1,835.27	1,507.33	1,658.06	1,774.13
其他	5,911.29	6,771.80	4,814.84	3,514.63	2,340.20	其他	(3,668.42)	(3,673.49)	(3,622.78)	(3,928.95)	(4,158.72)
<b>非流动资产合计</b>	<b>21,806.49</b>	<b>23,621.10</b>	<b>22,993.66</b>	<b>23,096.21</b>	<b>23,192.75</b>	<b>营业利润</b>	<b>701.68</b>	<b>598.43</b>	<b>655.29</b>	<b>792.43</b>	<b>975.46</b>
<b>资产总计</b>	<b>49,512.95</b>	<b>46,619.87</b>	<b>49,364.84</b>	<b>52,228.87</b>	<b>57,982.25</b>	营业外收入	5.78	4.57	5.21	5.19	4.99
短期借款	9,135.30	7,585.83	10,615.57	11,515.32	14,736.91	营业外支出	37.10	33.69	26.30	32.36	30.78
应付票据及应付账款	1,291.93	1,292.81	1,163.53	1,249.42	1,235.25	<b>利润总额</b>	<b>670.36</b>	<b>569.32</b>	<b>634.21</b>	<b>765.26</b>	<b>949.67</b>
其他	7,852.94	8,077.32	7,610.14	8,437.19	9,646.51	所得税	26.19	63.75	24.73	29.85	37.99
<b>流动负债合计</b>	<b>18,280.17</b>	<b>16,955.96</b>	<b>19,389.24</b>	<b>21,201.94</b>	<b>25,618.67</b>	<b>净利润</b>	<b>644.17</b>	<b>505.57</b>	<b>609.47</b>	<b>735.41</b>	<b>911.68</b>
长期借款	7,035.28	4,462.49	4,726.48	4,884.81	5,427.87	少数股东损益	(11.52)	(78.06)	(42.66)	(52.95)	(64.73)
应付债券	0.00	1,184.30	530.51	530.51	530.51	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>655.69</b>	<b>583.63</b>	<b>652.14</b>	<b>788.36</b>	<b>976.41</b>
其他	3,245.10	2,694.09	2,733.22	2,890.80	2,772.71	每股收益(元)	0.18	0.16	0.18	0.21	0.26
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,280.38</b>	<b>8,340.89</b>	<b>7,990.21</b>	<b>8,306.13</b>	<b>8,731.09</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>负债合计</b>	<b>28,560.55</b>	<b>25,296.85</b>	<b>27,379.45</b>	<b>29,508.06</b>	<b>34,349.76</b>	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	362.54	306.78	264.12	211.17	146.44	营业收入	82.19%	-9.15%	21.27%	23.98%	25.26%
股本	3,714.58	3,714.58	3,714.58	3,714.58	3,714.58	营业利润	-8.30%	-14.71%	9.50%	20.93%	23.10%
资本公积	8,884.44	8,877.07	8,877.07	8,877.07	8,877.07	归属于母公司净利润	-14.74%	-10.99%	11.74%	20.89%	23.85%
留存收益	16,780.72	17,354.56	18,006.70	18,795.06	19,771.47	<b>获利能力</b>					
其他	(8,789.86)	(8,929.97)	(8,877.07)	(8,877.07)	(8,877.07)	毛利率	6.99%	2.35%	2.55%	3.37%	3.84%
<b>股东权益合计</b>	<b>20,952.40</b>	<b>21,323.02</b>	<b>21,985.39</b>	<b>22,720.81</b>	<b>23,632.49</b>	净利率	4.52%	4.43%	4.08%	3.98%	3.93%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>49,512.95</b>	<b>46,619.87</b>	<b>49,364.84</b>	<b>52,228.87</b>	<b>57,982.25</b>	ROE	3.18%	2.78%	3.00%	3.50%	4.16%
						ROIC	4.79%	4.25%	4.66%	5.02%	5.64%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	资产负债率	57.68%	54.26%	55.46%	56.50%	59.24%
净利润	644.17	505.57	652.14	788.36	976.41	净负债率	77.93%	68.97%	71.64%	70.66%	76.01%
折旧摊销	97.91	93.53	64.61	66.95	69.36	流动比率	1.51	1.34	1.35	1.36	1.35
财务费用	989.36	943.65	730.47	818.54	895.41	速动比率	0.97	0.78	0.69	0.73	0.67
投资损失	(1,533.40)	(1,835.27)	(1,507.33)	(1,658.06)	(1,774.13)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	1,202.44	1,619.18	(1,642.13)	(1,086.76)	(2,821.31)	应收账款周转率	8.80	7.98	74.85	95.31	117.79
其它	(1,171.16)	1,996.24	261.40	253.46	240.51	存货周转率	1.26	1.36	1.44	1.52	1.61
<b>经营活动现金流</b>	<b>229.32</b>	<b>3,322.90</b>	<b>(1,440.85)</b>	<b>(817.51)</b>	<b>(2,413.75)</b>	总资产周转率	0.30	0.27	0.33	0.39	0.45
资本支出	(1,683.83)	1,445.31	20.87	(77.58)	168.10	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	1,687.88	1,147.13	1,334.13	1,389.71	1,290.33	每股收益	0.18	0.16	0.18	0.21	0.26
其他	91.53	(1,409.70)	(279.74)	18.37	(56.09)	每股经营现金流	0.06	0.89	-0.39	-0.22	-0.65
<b>投资活动现金流</b>	<b>95.58</b>	<b>1,182.74</b>	<b>1,075.26</b>	<b>1,330.50</b>	<b>1,402.33</b>	每股净资产	5.54	5.66	5.85	6.06	6.32
债权融资	22,501.75	19,192.32	21,189.82	22,800.02	26,410.74	<b>估值比率</b>					
股权融资	(679.05)	(1,057.55)	(675.07)	(816.04)	(892.91)	市盈率	27.02	30.36	27.17	22.48	18.15
其他	(22,710.49)	(23,827.36)	(19,194.82)	(21,192.32)	(22,802.52)	市净率	0.86	0.84	0.82	0.79	0.75
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(887.79)</b>	<b>(5,692.59)</b>	<b>1,319.93</b>	<b>791.66</b>	<b>2,715.31</b>	EV/EBITDA	14.20	9.13	18.50	16.12	14.82
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.82	9.46	19.36	16.79	15.37
<b>现金净增加额</b>	<b>(562.89)</b>	<b>(1,186.95)</b>	<b>954.35</b>	<b>1,304.65</b>	<b>1,703.89</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