



海水提钾空间广阔，植物肉业务前景向好

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 公司发展海水提钾、溴技术及产业化研究, 计划23年投产首期年产20万吨海水提取氯化钾项目; 2) 未来植物肉拥有百亿市场空间, 向低碳环保转型推动对传统肉制品的替代, 公司提前布局技术领先; 3) 有机大米市场迅速增长推动企业加工积极性, 油脂、大豆原材料价格下行助公司盈利能力改善。
- **钾肥存在供需缺口, 公司进行海水提钾研究及产业化布局, 前景向好。** 钾肥作为以钾元素为主要成分的农用肥料, 在国际上, 钾肥供给缺口加深、价格快速上涨, 俄乌冲突下, 美国决定将部分俄罗斯银行从SWIFT除名, 同时2022年3月俄罗斯宣布暂时中止化肥出口, 俄罗斯及盟友白俄罗斯钾肥出口量占全球出口量的40%, 全球出现供需偏紧; 另一方面, 国内钾肥价格高位运行, 氯化钾库存低位运行, 截至2022年8月18日, 国内青海、山东60%粉钾市场价格分别为4750、4700元/吨, 较年初分别上涨1000、950元/吨。公司研发团队创新出具原创性自主知识产权的“沸石离子法海水提取钾肥的高效节能技术”, 技术成果达到国际领先水平。公司控股子公司厦门东方银祥油脂有限公司与河北工业大学、以及袁俊生教授团队签署了20万吨/年海水提取氯化钾工程《技术开发合同》, 该工程计划2022年下半年开工建设, 2023年实现投产。公司在钾离子海水分离核心技术上取得关键突破, 目前中试生产能力为氯化钾铵50公斤/天或氯化钾25公斤/天, 从海水中提取的氯化钾样本所检项目符合GB/T37918-2019《肥料级氯化钾》要求, 达到粉末结晶状I型级别。
- **加速布局植物肉市场, 把握广阔成长空间, 公司旗下福肴食品已形成一系列具有国际级先进水准的植物基蛋白产品。**《2022-2027年中国植物肉行业市场调研及未来发展趋势预测报告》中提到, 2018-2020年中国植物基肉制品市场规模复合增速为26.4%, 据Markets and Markets预测2025年全球植物肉市场规模将达到279亿美元, 中国市场亦迅速发展。福肴植上自主研发的蛋白质质构重组技术、工艺、设备, 采用双螺杆高水分挤出技术, 构成质构重组——黑箱技术——塑形冷却三道精细化生产环节, 将原料蛋白结构重新塑形, 生产出的高水分植物肉水分含量平均为65%左右, 最高可达70%, 远高于市场大多植物肉平均含水量35%, 产品更具弹性、韧性和咀嚼感。公司计划总投资1.6亿元并在未来持续投入研发和扩大产能, 预计到2022年年底, 具备100多个植物肉产品品类生产能力。
- **油脂成本或将下跌, 盈利空间增强, 企业加工成本将得到有效控制。**从供需基本面来看, 根据美国农业部数据, 全球油菜籽产量将达到8314.4万吨, 同比增加927.8万吨或12.6%, 加拿大油菜籽产量预计达到2000万吨, 同比增加624.3万吨, 菜籽供应偏紧的状况将明显改善, 价格或将下行。在油脂加工技术方面, 东方银祥油脂拥有厦门银祥油脂有限公司无偿授权的菜籽产业化脱皮技术排他独家使用权, 已具备成熟的菜籽脱皮加工量产化的技术技能; 银祥豆制品近年来始终坚持以生鲜豆制品加工为主体、以腐竹干货系列产品和冷冻豆制品系列产品为两翼的“一体两翼”发展战略, 2022年新增的炸腐竹项目将进一步延伸腐竹产业链。在大米加工方面, 公司建立了完善的种植、采购、加工及销售紧密链接的大米加工销售体系, 建立了自有的绿色有机东方香米生产基地, 在我国有机大米市场规模高增速下提高企业竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.03元、0.18元、0.29元, 22-24年对应动态PE分别为98X/14X/9X。参考同行业2023年平均PE20倍, 考虑到公司积极发展海水提钾、植物肉板块, 未来成长空间广阔, 予以公司2023年20倍PE, 给予“买入”评级, 目标价3.6元。
- **风险提示:** 极端天气、产能进度不及预期、原材料成本升高、研发不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15187.45	16794.85	19120.09	21978.44
增长率	-1.85%	10.58%	13.84%	14.95%
归属母公司净利润(百万元)	-1718.75	95.82	653.59	1065.22
增长率	-814.81%	-94.43%	582.10%	62.98%
每股收益EPS(元)	-0.47	0.03	0.18	0.29
净资产收益率ROE	-9.38%	0.48%	3.20%	5.01%
PE	-5	98	14	9
PB	0.48	0.48	0.47	0.44

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

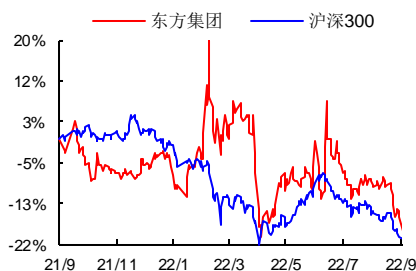
邮箱: xuq@swsc.com.cn

联系人: 刘佳宜

电话: 021-68415832

邮箱: liujy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	36.59
流通A股(亿股)	36.59
52周内股价区间(元)	2.53-3.83
总市值(亿元)	94.04
总资产(亿元)	471.88
每股净资产(元)	5.78

相关研究

目 录

1 公司概况：创新型农业现代化企业	1
2 稻米市场仍将以稳为主，有机大米前景广阔	2
2.1 水稻供需相对充足，市场基本保持平衡	2
2.2 有机品牌大米市场蕴含潜力，三大大米品牌目标客户明确	4
3 大豆油脂需求稳步提升，覆盖区域更为广泛	6
3.1 大豆价格具备下行空间，公司大力拓展电商渠道	6
3.2 油脂原材料价格呈下行趋势，公司生产技术行业领先	9
4 战略布局海水提钾，未来钾肥需求向好	11
4.1 海水提钾市场前景广阔，钾肥价格有望逐步提升	11
4.2 以科技创新引领企业发展，加速推进海水提钾项目	13
5 积极探索高附加值领域，推进高水分植物蛋白肉研发	14
5.1 高水分植物蛋白肉或成流行风潮，中国市场初步萌芽	14
5.2 布局植物肉新赛道，公司致力多产品研发	16
6 盈利预测与估值	18
6.1 盈利预测	18
6.2 相对估值	19
7 风险提示	19

图 目 录

图 1: 公司 2022 年上半年营收结构情况.....	1
图 2: 公司 2022 年上半年毛利润结构情况.....	1
图 3: 2016-2022H1 公司营业收入及增速.....	2
图 4: 2016-2022H1 公司归母净利润及增速.....	2
图 5: 2011-2021 年我国稻谷产量及同比变化.....	2
图 6: 我国稻谷和大米进口量 (万吨).....	2
图 7: 2011-2021 年国内稻谷消费量与同比变化.....	3
图 8: 20/21 年我国水稻消费结构.....	3
图 9: 2004-2021 年我国稻谷播种面积与同比变化.....	3
图 10: 2011-2018 年我国有机大米产量及占比.....	5
图 11: 2011-2018 年有机大米需求及均价走势.....	5
图 12: “天缘道” “稻可道” “天地道” 产品示意图.....	5
图 13: 东方粮油全系列大米产品清单.....	5
图 14: 以“天缘道”不同规格包装为例.....	6
图 15: 2021 年我国大豆进口国家比例.....	7
图 16: 2019-2021 年我国大豆进口及消费情况.....	7
图 17: 2015-2020 年豆制品行业投豆量及同比变化.....	7
图 18: 2016-2021 年我国大豆播种面积变化趋势.....	7
图 19: 银祥豆制品产品示意图.....	8
图 20: 银祥 Q 脆豆腐产品示意图.....	8
图 21: 2011-2020 年在线外卖行业市场规模及占比.....	9
图 22: 2016-2020 年在线外卖行业用户数及使用率.....	9
图 23: 豆油、菜籽油月均国内现货平均价.....	10
图 24: 银祥浓香菜籽油产品示意图.....	11
图 25: 银祥油脂浓香油车间 (二期).....	11
图 26: 海水提钾步骤示意图.....	12
图 27: 2020/2021 年度全球三大单质肥需求总量占比.....	12
图 28: 2020 年全球钾肥产量占比.....	12
图 29: 2017-2021 年国内钾肥进口依赖度及表观消费量.....	12
图 30: 2007-至今钾肥月平均价格.....	13
图 31: 公司位于厦门的产业地址.....	14
图 32: 沸石法海水提取氯化钾工艺过程图.....	14
图 33: 中国植物肉行业市场规模及其增速预测.....	16
图 34: 全球植物肉行业市场规模及其增速预测.....	16
图 35: 福肴食品植物肉生产流程图.....	17
图 36: 福肴食品高水分植物蛋白肉与国内主流低水分产品对比.....	17
图 37: 福肴植上经典小酥肉产品示意图.....	18
图 38: 福肴食品植物蛋白肉筵席.....	18

表 目 录

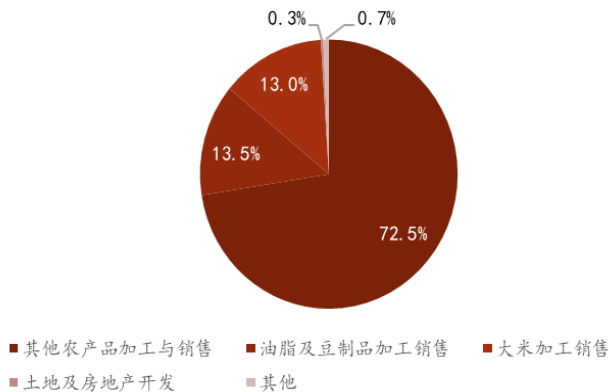
表 1: 2016-2022 年我国稻谷最低收购价格	4
表 2: 国内大豆相关政策变迁	8
表 3: 国内植物肉替代现状及其影响规模	15
表 4: 国内植物肉相关政策变迁	15
表 5: 分业务收入及毛利率	18
表 6: 可比公司估值	19
附表: 财务预测与估值	20

1 公司概况：创新型农业现代化企业

东方集团成立于 1978 年，集团公司全称为东方集团有限公司，是一家大型投资控股型企业集团。目前，公司主要投资和经营现代农业及健康食品、石油天然气及新能源、信息安全、金融、资源物产、港口交通、新型城镇化开发七大产业，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。东方集团以投资控股型企业集团发展模式，以资源行业为主要投资运营目标，以资产经营和资本运营互动为经营理念，以战略联盟的创新与管理为战略核心，成为具有东方特色优势的跨国企业集团。2020、2021 年公司分别位列“中国民营企业 500 强”第 81 位、90 位，“2021 中国服务业民营企业 100 强”第 33 位，稳居中国民营企业百强行列。

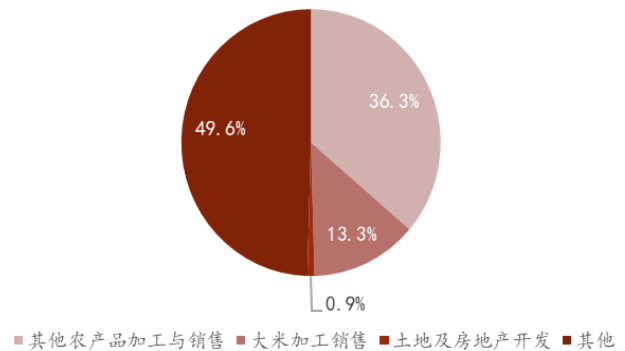
公司主营业务结构：公司主要营收来源农产品加工销售，2022 年上半年实现营业收入 59.43 亿元，其中大米加工销售实现营收 7.75 亿元，占总营收 13.0%；油脂及豆制品加工销售 8.01 亿元，占比 13.5%；其他农产品销售 43.07 亿元，占比达 72.5%；土地及房地产开发 0.18 亿元，占比 0.3%；其他业务 0.41 亿元，占比 0.7%。从毛利角度，22 年上半年实现毛利 0.62 亿元，其中大米加工板块实现 0.11 亿元，油脂及豆制品加工板块实现-0.19 亿元，其他农产品销售实现 0.30 亿元，土地及房地产开发实现 72.64 万元，其他板块实现 0.41 亿元。

图 1：公司 2022 年上半年营收结构情况



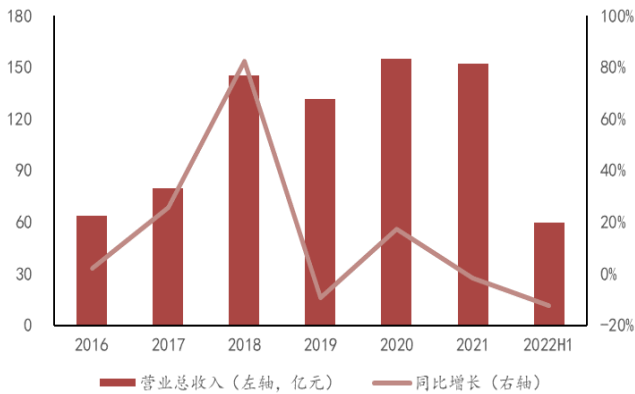
数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2022 年上半年毛利润结构情况

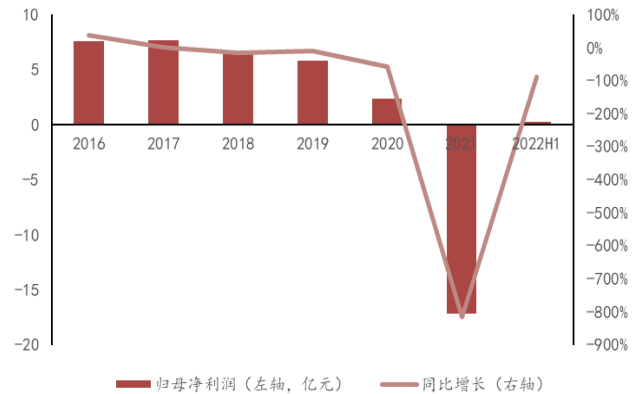


数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：截至 2022 年上半年，公司实现营业收入 59.43 亿元，同比下降 12.40%，归母净利润 0.26 亿元，同比下降 89.63%。影响公司利润的主要原因为：公司地产板块因融资成本增加和项目利息收入减少导致较去年同期亏损额增加；油脂加工业务由于进行棉籽加工项目改造、菜籽加工量减少等原因影响导致上半年净利亏损。从历史角度来看，公司利润发生下滑主要是地产开发以及投资收益波动的影响，2018 年主要原因是计提对子公司国开东方商誉减值准备，以及项目利息停止资本化并计入当期损益，财务费用增加；2019 年原因在于国开东方收入减少导致净利润下降以及东方粮仓加大品牌产品营销力度销售费用增加所致；21 年因子公司国开东方出现亏损影响公司净利；20 年收入出现亏损主要原因在于参股公司民生银行报告期计提拨备和核销坏账，公司投资收益较上年度相应减少人民币 6.51 亿元，公司主营业务整体平稳向好，未来将全力盘活和剥离存量土地资产，收回项目投资，加快资产变现和减少损失，对于业绩影响将逐步减弱，且海水提钾、人造肉等项目发展前景光明，公司有望获得业绩提升。

图 3：2016-2022H1 公司营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

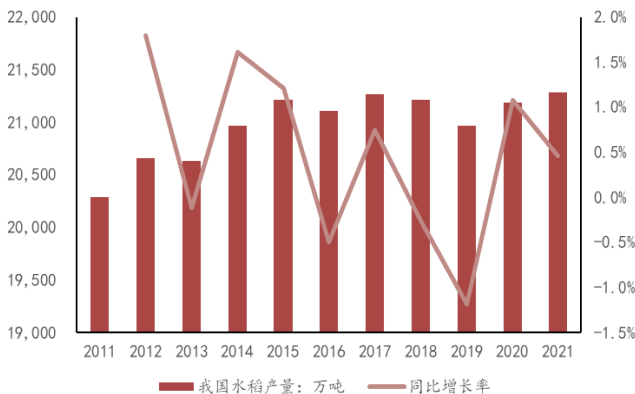
图 4：2016-2022H1 公司归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

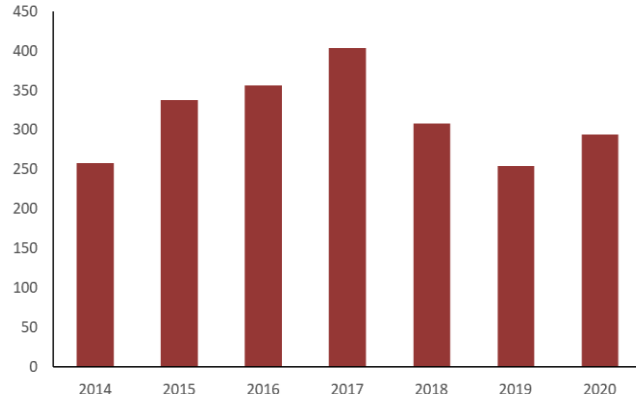
2 稻米市场仍将以稳为主，有机大米前景广阔

2.1 水稻供需相对充足，市场基本保持平衡

我国水稻种植主要集中在秦岭、淮河以南地区。作为我国三大主粮之一，我国水稻种植区域分布辽阔，北至黑龙江省、东至台湾省、西达新疆维吾尔自治区、南至海南省，总体呈现出南方多而集中，北方少而分散的特点。从产量贡献度来看，我国水稻种植 90% 以上分布在秦岭、淮河以南地区，成都平原、长江中下游平原、珠江流域的河谷平原和三角洲地带是我国的水稻主要集中生产区。我国是全球第一大水稻生产国，2021 年水稻产量创近十年新高。我国水稻单产稳中有升，高于全球平均水平，国内水稻库存充足，且俄乌冲突与天气因素对水稻影响较小，稻谷价格较为平稳。作为全球第一个成功研发和推广杂交水稻的国家，我国水稻种植逐步向高产型转变，受益于我国水稻单产的增加，2021 年我国水稻产量为 21284 万吨，同比增加 0.5%。我国水稻基本自给自足，进口依赖度低。根据《中国农业产业发展报告 2020》显示，2019 年中国稻谷的自给率达到 98.8%，并且稻谷产量占到全球的 28.9%，出口量很少，但由于我国人数众多，从全球各国的进口量看，我国仍然是全球最大的水稻进口国。近几年，我国水稻进口量整体呈波动上升态势。

图 5：2011-2021 年我国稻谷产量及同比变化


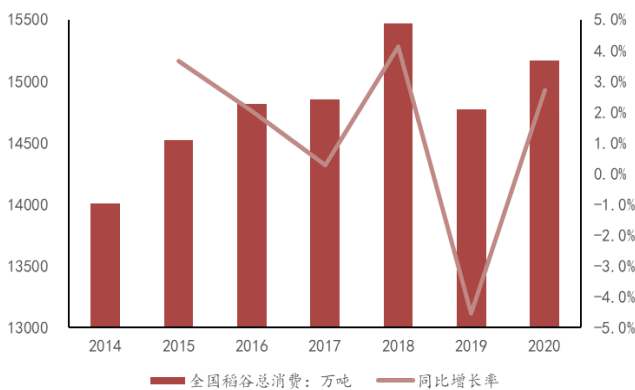
数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 6：我国稻谷和大米进口量（万吨）


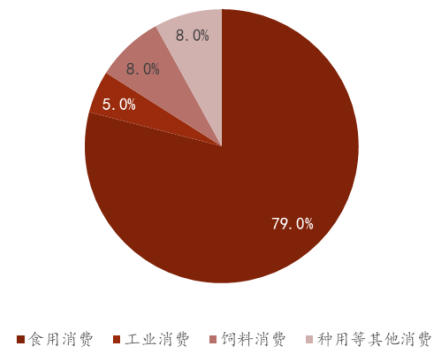
数据来源：国家统计局，西南证券整理

我国是全球最大的水稻消费国，水稻消费量近几年稳步增加，整体供过于求趋势不变。三大主粮中，稻谷受俄乌冲突与自然灾害影响最小，价格涨幅最小。随着我国人口数量的增长，我国水稻消费量稳步提高。根据国家统计局，2011-2021年，我国人口从13.5亿人增加至14.1亿人，对应的我国稻谷消费量从17810.0万吨增加至22218.5万吨，稻谷消费量的年均复合增速为2.2%。我国水稻库存充足，根据中国稻谷供需平衡表显示，2020/21种植季末，稻谷库存消费比为71%，能够满足一年的消费需求。

稻谷是我国第二大粮食作物，食用消费是水稻的主要需求来源，从消费结构来看，水稻的终端需求主要体现在食用消费、工业消费与饲用消费。根据国家粮油信息中心数据，20/21种植季国内稻谷总消费22169.4万吨，其中食用消费17563万吨，占比79%；工业消费1162万吨，占比5%；饲料消费为1801万吨，占比8%。

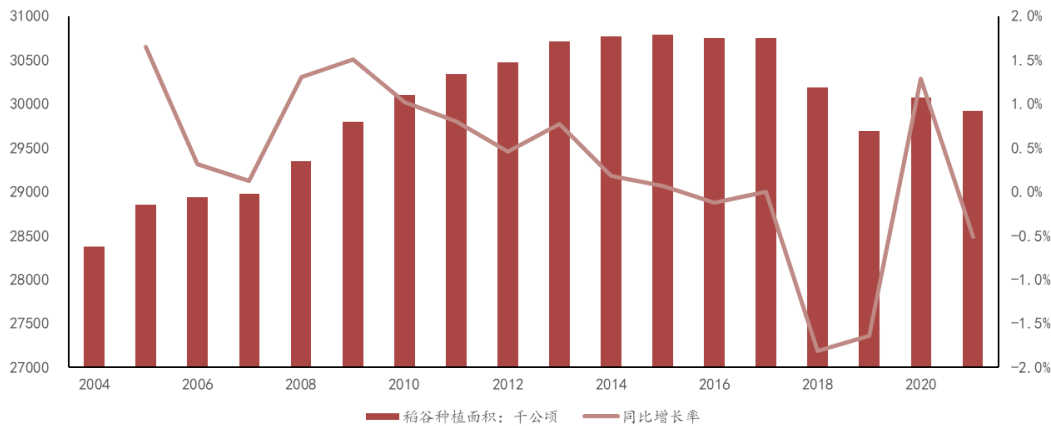
图 7：2011-2021 年国内稻谷消费量与同比变化


数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 8：20/21 年我国水稻消费结构


数据来源：国家粮油信息中心，西南证券整理

2022 年我国稻谷最低收购价再上调，或对稻谷价格形成支撑，种植面积或维持在相对稳定状态。2004 年开放粮食流通市场后，国家为稳定国内稻谷产量，国务院发布《关于进一步深化粮食流通体制改革的意见》，决定在粮食主产区实行最低收购价格，收购价格连年提高。2004-2017 年，我国稻谷产量从 1.8 亿吨上升至 2.1 亿吨，稻谷播种面积从 2838 万公顷上升至 3075 万公顷。2017 年，受库存较大影响，最低收购价下调，此后进入连续三年的下调区间；到 2019 年，稻谷播种面积下调至 2969 万公顷（缩减约 100 万公顷），产量略有减少。

图 9：2004-2021 年我国稻谷播种面积与同比变化


数据来源：国家统计局，西南证券整理

此外，综合考虑粮食生产成本、市场供求、国内外市场价格和产业发展等因素，经国务院批准，2022年生产的早籼稻（三等，下同）、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别调整为每50公斤124元、129元和131元，稻谷最低收购价连续三年上调，表明保障粮食安全背景下，稳定粮食生产决心明确，国内粮食种植积极性有望延续，预计2022年我国稻谷种植面积或维持在相对稳定状态。

表 1：2016-2022 年我国稻谷最低收购价格

年份	早籼稻（元/50公斤）	中晚籼稻（元/50公斤）	粳稻（元/50公斤）
2016	133	138	155
2017	130	136	150
2018	120	126	130
2019	120	126	130
2020	121	127	130
2021	122	128	130
2022	124	129	131

数据来源：国家发改委官网，西南证券整理

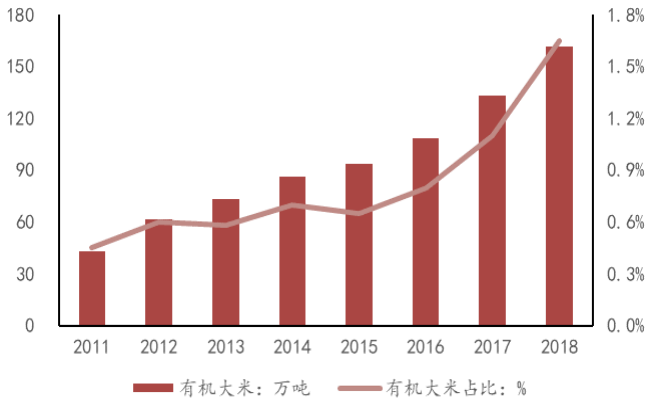
2.2 有机品牌大米市场蕴含潜力，三大大米品牌目标客户明确

随着消费升级加快，有机、健康、美味的高品质品牌大米产量快速增加。国内口粮大米的需求虽然变化不大，但优质大米的需求却快速增加。2018年，作为我国高端大米的有机大米产量约161.3万吨，较2011年增加118.4万吨，年复合增长率21%左右，远高于大米行业的整体增速。

我国高品质大米市场规模增速高、溢价明显。有机大米市场规模从2011年的64.4亿元增长至2018年的376.5亿元，2018年国内有机大米消费总量为159.8万吨，销售均价约为23.56元/千克，远高于同期国内普通大米销售价格，我国有机大米产量的占比也从2011年的0.5%增长至2018年的1.7%，生产效益较好，加工企业和农户生产有机大米积极性高。

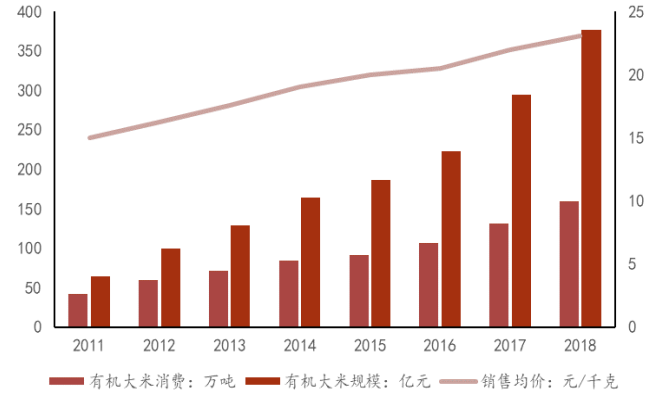
从市场竞争特点看，过去主要是数量扩张和价格竞争，现在正逐步转向质量型、差异化为主的竞争；从高端大米生产能力以及产业组织方式来看，现在传统产业供给能力大幅超过需求，产业结构或将优化升级。随着我国人民生活水平与经济水平的提升以及物流运输的方便快捷，人们对于食品种类的选择方向扩大，相对青睐于更加精细化、健康化、营养化的食品。大米人均消耗量将有所减少，我国大米行业未来发展将趋向品牌化、餐饮化、功能化和食品化。

图 10: 2011-2018 年我国有机大米产量及占比



数据来源:《2019 年中国稻谷(大米)产业报告》,西南证券整理

图 11: 2011-2018 年有机大米需求及均价走势



数据来源:《2019 年中国稻谷(大米)产业报告》,西南证券整理

公司建立了完善的种植、采购、加工及销售紧密链接的大米加工销售体系,建立了自有的绿色有机东方香米生产基地,在五常核心优质主产区首期流转 13000 亩土地,建立了自有的绿色有机东方香米生产基地,是五常市首家进行土地流转并且是唯一一家流转面积过万亩的现代农业企业。从育种到田间管理、收割,整个种植过程严格把控质量,自产优质的稻花香米。除自种外,公司面向全国主要产区直接采购优质水稻,采购地包括黑龙江、辽宁、江苏、安徽、湖南、湖北、福建等。公司基于市场需求,持续优化产品体系,将产品 SKU 从年初的 200 多个优化至年底的 71 个核心单品,其中高端及中高端产品销量提升 87%,占比从 14.8% 提升至 24%。

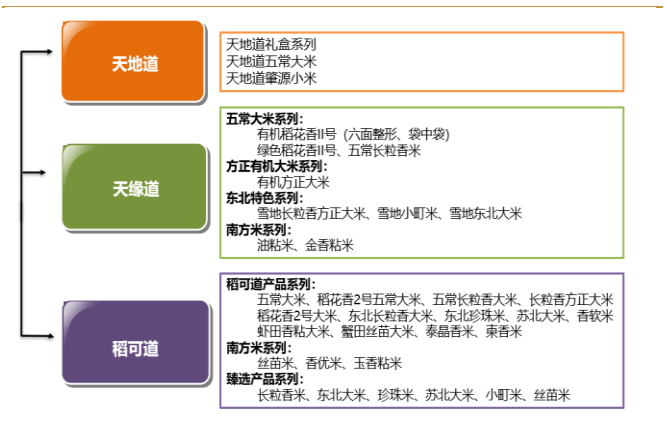
集团成功打造了“天地道”“天缘道”“稻可道”三大优质大米品牌,品牌大米品类也已由原先单一的东北米扩展至多品类大米。“稻可道”系列品牌米以进入平常百姓家的价值为目标,致力于为消费者提供品质好粮和纯香美味的餐食体验;“天缘道”系列主打黑龙江五常大米、方正大米系列,以有机稻花香 II 号、绿色稻花香 II 号、有机方正大米为王牌产品,已通过国家严格的绿色食品认证、有机认证;“天地道”致力于打造“特供级”珍品大米,以尊享级有机五常大米为主要产品,产区限产、限量包装,品质最为优越。此外,东方粮油根植黑土地,照顾南北方居民不同的饮食习惯,随着近年的持续发力,其营销版图逐步扩大,品牌大米的品类也已由原先单一的东北米扩展至多品类大米,新增包括苏北大米、丝苗米在内的多款贴合华东、华南地区居民饮食习惯的大米品类。

图 12: “天缘道”“稻可道”“天地道”产品示意图



数据来源:公司公众号,西南证券整理

图 13: 东方粮油全系列大米产品清单



数据来源:公司公众号,西南证券整理

截止 2021 年末，公司大米产品在美团优选平台销售额全国排名前五。2021 年，受疫情的持续影响，全国 KA 渠道销售疲软，公司快速反应及时转变战略方向，除原有线上渠道外，在社区团购渠道持续发力。2021 年社区团购入驻平台包括美团优选、多多买菜、京喜拼拼、盒马、十荟团、橙心优选，网点覆盖 29 个省、直辖市和自治区。公司针对社区团购渠道的特点和客户需求不断调整产品结构，在社区团购市场占有率逐步提升。

此外，东方粮油大米一方面兼顾了不同家庭、客户的需求，推出 5kg、10kg、25kg 等不同规格，对于经营食堂、饭店日均消耗米量大的企业来说，大包装产品易于搬运也有利于控制成本，因此，东方粮油推出 25kg 装的编包包装产品，每公斤单价降到 5.2 元至 9 元不等，是健康餐桌高性价比之选；另一方面，随着大米产业转型升级加快，小包装大米的销售额也不断攀升，“天缘道”增加了小町米、油粘米、金香粘米等优质米品类，推出了小包装 500g、2.5Kg 等不同规格，更大程度满足不同家庭及顾客的选择。

图 14：以“天缘道”不同规格包装为例

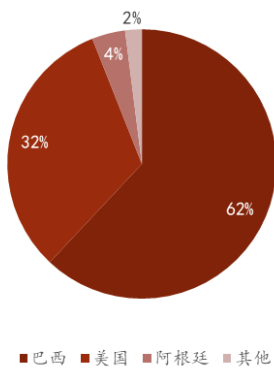


数据来源：公司公众号，西南证券整理

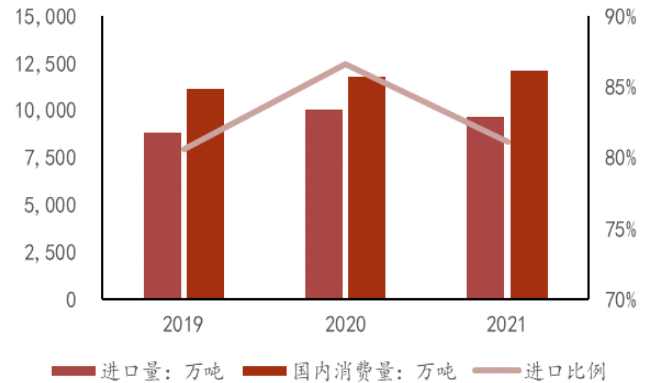
3 大豆油脂需求稳步提升，覆盖区域更为广泛

3.1 大豆价格具备下行空间，公司大力拓展电商渠道

我国大豆对外依存度较高，国际大豆价格波动对我国影响较大。根据 USDA 数据显示，2021 年全球大豆产量 3.5 亿吨，巴西和美国是全球前二的大豆生产国，2021 年大豆产量分别为 1.4、1.2 亿吨，占全球大豆产量的 35.8%、34.6%。据海关总署数据显示，2021 年我国进口大豆占消费量的 80%，其中巴西、美国、阿根廷为前三大进口国。尽管我国大豆产量近年来有了较大提升，但是国内消费需求强劲，使得我国大豆进口量不断增加，大豆进口依存度仍然较高。进入 2021 年，受全球疫情影响，我国大豆进口量小幅下降，国家统计局数据显示，2021 年中国大豆进口量达 9652 万吨，同比下降 3.8%。

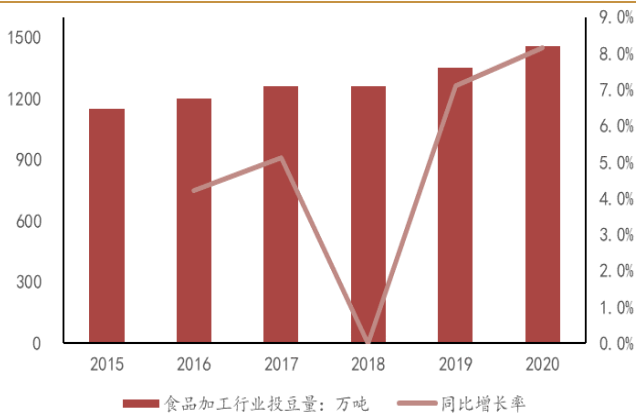
图 15: 2021 年我国大豆进口国家比例


数据来源: 中国海关总署, 西南证券整理

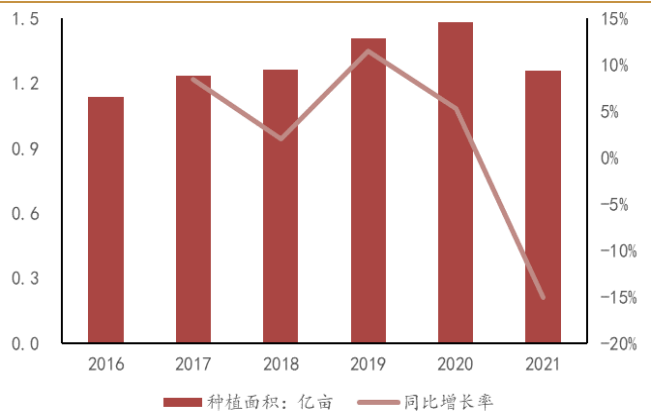
图 16: 2019-2021 年我国大豆进口及消费情况


数据来源: 中国海关总署, 国家统计局, 西南证券整理

结合国内大豆供给情况来看, 根据豆制品专业委员会统计, 2016-2020 五年豆制品行业投豆量复合增速为 4.0%, 未来受益于 C 端消费升级和 B 端连锁餐饮业发展等利好因素, 预计行业仍将保持个位数稳健增长。无论是进口还是国产, 大豆价格走势基本保持一致, 价差维持在 1500-1700 元/吨。今年 6 月巴西豆步入产季, 价差收窄至 1450 元/吨。根据国家统计局数据显示, 1996 年我国大豆播种面积是 1.1 亿亩, 2021 年增加到 1.3 亿亩, 年均增长率为 1.4%。同期, 产量由 1322 万吨增加至 1640 万吨。从大豆消费来看, 随着居民健康意识提升, 豆制品消费需求提高, 豆制品行业较好地契合当前绿色健康的消费潮流, 发展前景光明。根据世界经合组织预测, 未来 5 年内我国大豆消费量维持 2%-3% 的增速。

图 17: 2015-2020 年豆制品行业投豆量及同比变化


数据来源: 豆制品专业委员会, 西南证券整理

图 18: 2016-2021 年我国大豆播种面积变化趋势


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

总体上看我国大豆生产发展缓慢, 为缓解进口压力, 我国出台了一系列政策振兴国产大豆。2022 年中央一号文件提出, 大力实施大豆和油料产能提升工程, 加大耕地轮作补贴和产油大县奖励力度; 《“十四五”全国种植业发展规划》也提出, 到 2025 年, 力争大豆播种面积达到 1.6 亿亩左右, 产量达到 2300 万吨左右, 推动提升大豆自给率; 3 月 18 日, 国家发改委下发《关于进一步做好粮食和大豆等重要农产品生产相关工作的通知》明确提出, 要下大力扩大大豆和油料生产。

表 2：国内大豆相关政策变迁

时间	政策内容
2021.12.25	中央农村经济工作会议进一步提出，稳定粮食面积，大力扩大大豆和油料生产，确保 2022 年粮食产量稳定在 1.3 万亿斤以上。
2021.12.29	《十四五种植业规划》提出，要求到 2025 年，力争大豆播种面积达到 1.6 亿亩左右，要比 2020 年增 8.11%；产量达到 2300 万吨左右，要比 2020 年增加 17.35%，推动提升大豆自给率。
2022.02.22	中央一号文件发布，明确提出“要大力实施大豆和油料产能提升工程。加大耕地轮作补贴和产油大县奖励力度”。
2022.03.10	《国家发展改革委关于进一步做好粮食和大豆等重要农产品生产相关工作的通知》提出下大力扩大大豆和油料生产。为支持各地扩大大豆和油料生产，今年开始，国家发展改革委已结合高标准农田建设资金渠道，支持部分地区开展大豆油料生产基地建设，并将会同相关部门指导条件基本具备的地区率先开展盐碱地等后备资源综合利用试点。大力推广玉米大豆带状复合种植，推动玉米大豆兼容发展。

数据来源：新华网，西南证券整理

豆制品行业是典型的“大行业、小公司”，需求刚性稳健扩容，受限于生产壁垒和运输半径，根据豆制品专业委员会数据，豆制品行业集中度低，区域割据明显，CR50 份额仅为 12%。展望未来，在餐饮连锁化、健康意识提升、监管政策趋严等多因素共同驱动下，行业洗牌有望明显提速；参照邻国日本发展历程，我国豆制品行业整体处于发展早期，份额向龙头集中是长期过程。

大豆加工主要是指通过物理、化学、微生物学处理，使大豆更适合食用或成为符合作其他食品原料要求的过程。大豆加工分为粗加工和深加工；其中粗加工包括豆粕、饲料；深加工产品包括大豆蛋白质产品、大豆磷脂产品、发酵豆制品、非发酵豆制品、大豆休闲食品等。

银祥豆制品近年来始终坚持以生鲜豆制品加工为主体、以腐竹干货系列产品和冷冻豆制品系列产品为两翼的“一体两翼”发展战略，力争打造成为“豆制品火锅食材专业供应商”。依托技术研发团队的创新能力，推出炸腐竹等新品，研发预制菜品类；丰富豆制品火锅食材，公司开发的三豆（黄豆、黑豆、青豆）系列产品：三豆鲜腐竹、三豆冻豆腐等美味健康的明星产品，丰富餐桌文化，让消费者一次可同时享用三种“产品”，在市场上供不应求。

图 19：银祥豆制品产品示意图

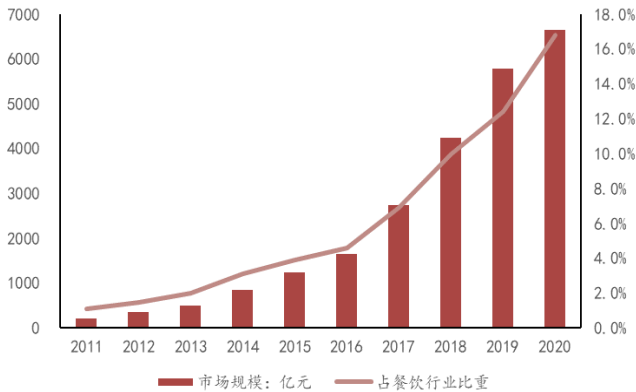

数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 20：银祥 Q 脆豆腐产品示意图

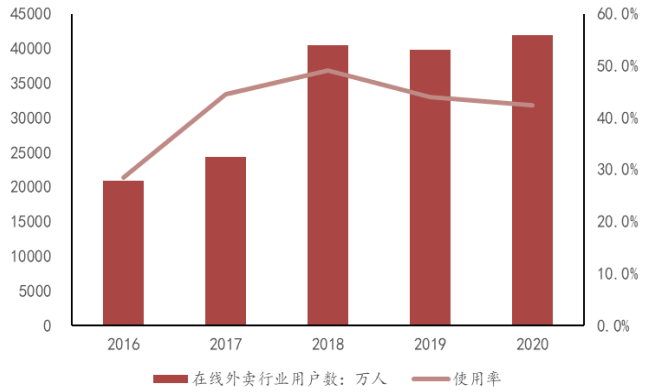

数据来源：厦门银祥集团官网，西南证券整理

随着消费者对新鲜食品的需求不断增长，促进短保生鲜豆制品消费的持续增长。受疫情局部散发的原因影响，大多数居民选择在家就餐，也促进生鲜豆制品的消费增长。规模豆制品加工企业更加重视市场消费渠道、销售结构的变化研究，并针对不同的渠道研发创新适销

对路的产品。总体规模豆制品加工企业全年销量有所增长。相比于整体餐饮行业受到疫情影响首次出现负增长，在线外卖行业不降反增。从外卖产业发展之初，在线外卖产业就呈现快速增长的态势，由前瞻产业研究院数据，2011年到2019年，在线外卖行业市场规模从216.8亿元增长至5779.3亿元，八年复合增速达50.74%，占整体餐饮行业比重从1.1%上升至12.4%。2020年疫情导致线下餐饮门店被迫关闭，在线外卖行业反而进一步快速发展，市场规模增长到6646.2亿元，同比增长达15%，占整体餐饮行业比重提升至16.8%。

图 21：2011-2020 年在线外卖行业市场规模及占比


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 22：2016-2020 年在线外卖行业用户数及使用率


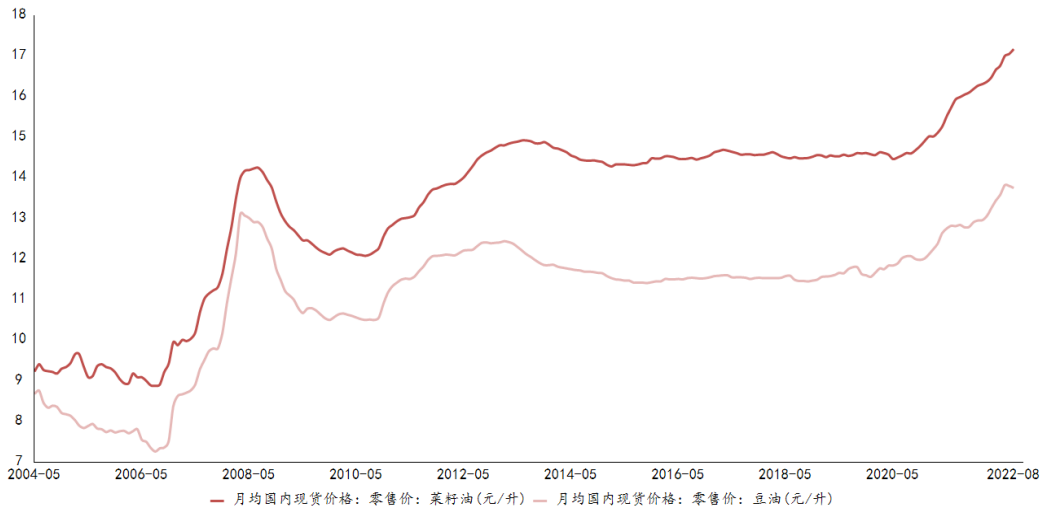
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

依托规格化的包装系列产品，银祥豆制品大力拓展电商渠道和商超渠道，全年新增合作**电商 15 家**，目前与海底捞、锅圈食汇、朴朴电商、永辉、甘棠明善、美团、美菜等近百家优质大客户保持着稳定的供货关系。原合作客户朴朴电商实现 25% 的销售增长，实现与大润发的福建全省深度合作，2021 年与头部火锅连锁企业海底捞国际及家庭火锅餐饮巨头锅圈食汇均实现销售收入 50% 的增长。

银祥豆制品拥有行业领先的全自动腐皮腐竹生产设备，拥有从制皮、油炸、卷圆实现生产一体化的专业设备。2022 年新增的炸腐竹项目将进一步延伸腐竹产业链，丰富豆制品火锅食材。2020 年 4 月 28 日，厦门银祥豆制品有限公司经审定成为中国食品工业协会豆制品专业委员会副会长单位。2021 年 4 月 15 日，银祥豆制品再次荣膺“中国豆制品行业品牌企业 50 强”。

3.2 油脂原材料价格呈下行趋势，公司生产技术行业领先

菜籽油原材料价格有望回落，供给角度分析，我国菜籽油原材料部分从加拿大进口，2021 年加拿大持续高温干旱天气使得其油菜籽单产和播种面积受损，产量大幅减少，短期内供给短缺，对国内油菜籽价格形成了较强支撑。由于极端天气属于自然灾害，不具有可持续性，长期来看，加拿大将恢复其原有产量，保证油菜籽供给充足。就国内而言，受油菜籽价格保持相对高位以及南方地区积极开发利用冬闲田影响，农业农村部预测，2021 年中国冬油菜种植面积比上年增长 500 万亩，菜籽油产量预计调增至 616 万吨。从需求角度分析，我国居民菜籽油需求较为平稳，2011-2020 年年复合增速为 2.6%。就中长期而言，菜籽油原材料在供给恢复的同时需求稳定，整个市场由供小于需转化成供需匹配，价格将呈现下降趋势，公司获益。油脂成本下跌或带来较好利润弹性，食品油加工企业成本将得到有效控制。去年由于大宗和农产品价格持续上涨，给食品公司成本端普遍造成较大压力，因此大部分公司从去年至今都进行了不同程度的提价。未来若成本价格回落至往期水平，盈利能力会得到明显改善。

图 23：豆油、菜籽油月均国内现货平均价


数据来源：Wind，西南证券整理

油脂加工行业是传统行业中的粮食行业，属于民生领域，行业的发展必然是可持续的，随着中国人民的生活水平持续提高，油脂的摄入量仍将不断增加向发达国家靠拢。国内油脂供应缺口十分巨大，虽然会周期性的出现消费下降等因素导致的进口利润下降，但庞大的人口基数和消费市场在可预见的未来仍将支撑进口油脂加工行业的利润，整体行业发展趋势依然乐观。

2021 年，东方银祥油脂实现营业收入 32.86 亿元，同比增长 12.6%，实现净利润-0.93 亿元，亏损的主要原因为受全球通货膨胀和产地气候等因素影响，主要原料菜籽等进口价格大幅上涨，而产成品受到消费降级和政策影响，价格上涨比例不及原材料价格涨幅，进口油菜籽加工业务出现倒挂。东方银祥油脂在加工利润出现亏损后迅速采取措施调整加工节奏，减少原材料的采购，在四季度大幅降低加工量，避免了一定的亏损，同时采取包括提高贸易业务营收和利润；开拓棉籽进口渠道和加工能力；加速建设浓香油车间及高蛋白质菜籽粕的加工改造；在国内磷脂加工业务和国产菜籽饼二次提油工艺上实现额外效益。

在油脂加工技术方面，东方银祥油脂拥有厦门银祥油脂有限公司无偿授权的菜籽产业化脱皮技术排他独家使用权，已具备成熟的菜籽脱皮加工量产化的技术技能。“新型蛋白饲料资源及其加工技术”（油菜籽脱皮技术），结合剪切、挤压、搓碾和撞击等脱皮方法，在油菜籽脱皮关键技术上取得重大突破，使油菜籽脱皮率达到 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，并去除菜籽粕中大部分抗营养因子，有望作为优质饲料蛋白替代豆粕，经中国农业科学院饲料研究所专家委员会的评审，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。

图 24：银祥浓香菜籽油产品示意图



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 25：银祥油脂浓香油车间（二期）



数据来源：公司公众号，西南证券整理

东方银祥油脂地处福建厦门，物流网络发达，主营产品为豆油（一级豆油，四级豆油、大豆原油）、菜油（一级菜油，四级菜油，拍卖油）、豆粕、菜籽粕、磷脂油等，以期现结合的模式开展运营，现与益海、中粮、象屿、中储粮、中纺、川粮等知名企业开展紧密合作，产品销售可覆盖包括整个长江流域以及西南、西北在内 80% 以上的菜油消费区，销售区域广。其中，四级菜籽油覆盖国内西北、西南、长江沿线、华东等 9 个省份，基本涵盖国内菜油主销区，同时与国内知名油脂品牌企业保持长期友好合作；菜籽粕销售以福建及周边临近省份为主，在区域菜粕供应端占主导地位。

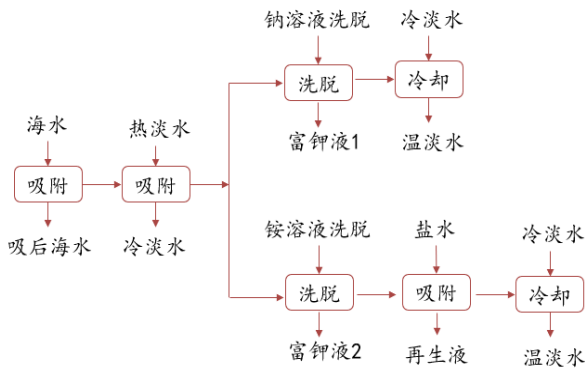
4 战略布局海水提钾，未来钾肥需求向好

4.1 海水提钾市场前景广阔，钾肥价格有望逐步提升

作为农业大国，我国钾肥的需求量较大，但我国的钾资源短缺，大部分依赖国外进口，世界钾资源可根据其水溶性分为水溶性含钾矿物和非水溶性含钾矿物两大类，在自然状态下固体可溶性钾资源为钾资源主要的存在形式，其次为盐湖卤水或地下卤水钾资源。在陆地钾矿资源日益短缺、钾肥价格不断攀升的窘境下，寻找新的钾资源来源是解决钾资源不足的重要手段。而海水中钾素的总溶存量惊人，达 550 万亿吨，是全球陆地钾矿总储量（约 170 亿吨）的 3 万倍，并且海水中的钾素是一种可持续开发的、天然的矿物资源。

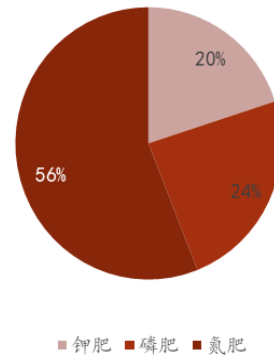
钾肥是指以钾元素为主要成分的农用肥料，钾是一种基本的植物营养素，同时也是无法被替代的营养物质，是植物生长发育过程中的三种重要化肥元素（氮、磷、钾）之一。同时区别于氮肥与磷肥，钾离子也是生物体内 60 多种酶的活化剂。钾离子通过在植物细胞膜之间的流动从而促进植物糖类、蛋白质、核酸的代谢过程，在增强植物光合作用效率、促进植物体内蛋白质合成及增强植物抵抗力等方面有着不可替代的作用。钾肥主要被应用于农业领域，施用于大田作物和经济作物的种植过程中，主要目的在于提高作物对氮元素、磷元素的吸收量，促使作物生长健壮，茎秆粗硬，增强病虫害和倒伏的抵抗能力，进而提高作物产量、改善作物品质。钾肥的主要产品包括氯化钾、硫酸钾及硝酸钾等，其中氯化钾的养份浓度高，资源丰富，价格相对低廉，在农业生产中起主导作用，占所施钾肥数量的 90% 以上。

图 26: 海水提钾步骤示意图



数据来源:《离子交换法海水提钾工艺研究》,西南证券整理

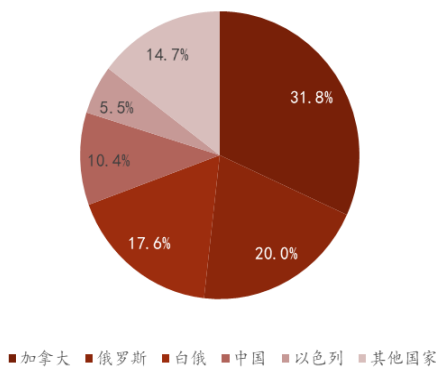
图 27: 2020/2021 年度全球三大单质肥需求总量占比



数据来源:未来智库,西南证券整理

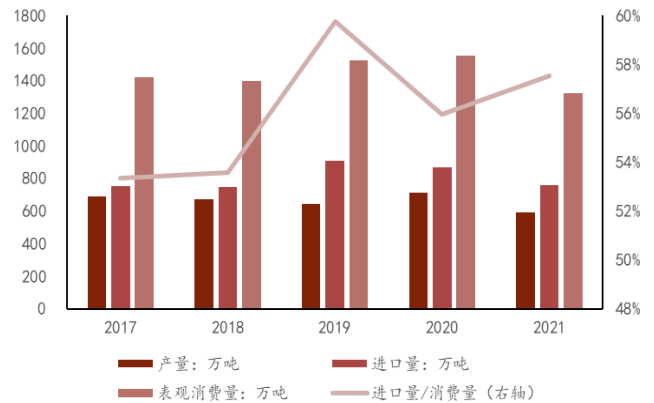
人口需求、经济效益等多维度推动钾肥需求稳步增长。从宏观经济角度,随着全球疫情得到有效控制,钾肥需求恢复预期较强,且各国对粮食安全重视程度的提升,推动钾肥需求进一步走高,加之欧盟、美国对白俄罗斯钾肥制裁、海运费不断上涨等影响,引发了钾肥运输受阻,使得全球钾肥市场达到了 10 年的历史高位。从而认为上述对于钾肥需求的影响是持续性的,有望推动全球钾肥需求稳步提升。国际上,供给缺口加深、价格快速上涨。2021 年钾肥价格上涨的主要原因系白俄罗斯钾肥出口受限导致全球供给端出现缺口。2021 年下半年欧美联合制裁白俄钾肥行业;2022 年 1 月立陶宛宣布终止国营铁路与白俄的钾肥运输协议;2022 年 2 月白俄钾肥宣布因不可抗力无法继续履行合同,目前白俄钾肥出口仍未确定合适的替代方案;俄乌冲突下,美国决定将部分俄罗斯银行从 SWIFT 除名,俄罗斯进出口贸易受到影响,进而影响钾肥的出口,同时 2022 年 3 月俄罗斯宣布暂时中止化肥出口,叠加白俄出口受阻,全球共计约 40% 的钾肥供应受到影响,在供给受阻的背景下国际钾肥价格快速上涨。

图 28: 2020 年全球钾肥产量占比



数据来源:未来智库,西南证券整理

图 29: 2017-2021 年国内钾肥进口依赖度及表观消费量

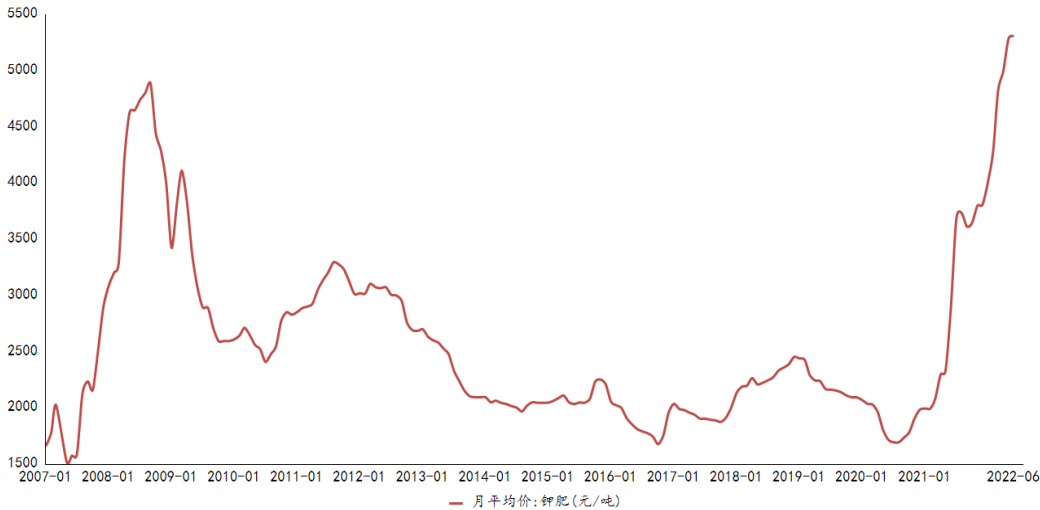


数据来源:海关总署,西南证券整理

目前国内施肥需求释放,钾肥价格高位运行,氯化钾库存低位运行。根据海关总署数据表明,截至 2022 年 8 月 18 日,国内青海、山东 60% 粉钾市场价格分别为 4750、4700 元/吨,较年初分别上涨 1000、950 元/吨,涨幅分别为 26.7%、25.3%。进口价格方面,截止 2022 年 7 月,当月氯化钾进口均价为 602.17 美元/吨,较年初上涨 279.34 美元/吨,涨幅为 86.5%。自 2020 年上半年国内氯化钾库存达到近三年峰值 133.4 万吨后,近两年呈快速下

降趋势，并保持低位运行。截至 2022 年 4 月 1 日，国内氯化钾工厂库存为 28.4 万吨，处于近 3 年来的低位，相比 2020 年同期的 125.5 万吨，下降了 77.4%。库存的低位运行反映了下游需求旺盛，供不应求的局面。2022 年 3 月，为缓解今年钾肥货源紧张的情况，国家发展改革委等 11 部门和单位印发通知，协调释放国储钾肥 100 万吨，同时要求各地方和有关中央企业从化肥产供储销等多方面入手，通过增强国内化肥生产供应能力、提高化肥及其生产原料运力保障水平等措施，保障化肥供应和市场平稳运行。

图 30：2007-至今钾肥月平均价格



数据来源：Wind，西南证券整理

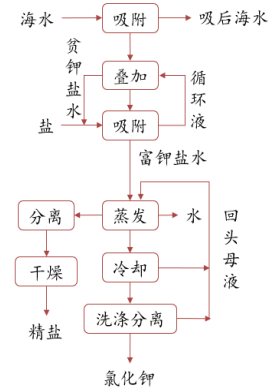
4.2 以科技创新引领企业发展，加速推进海水提钾项目

公司发展海水提钾项目建设，2022 年 3 月，公司控股子公司厦门东方银祥油脂有限公司与河北工业大学、以及袁俊生教授团队签署了 20 万吨/年海水提取氯化钾工程《技术开发合同》，旨在以公司现有的钾离子吸附技术、洗脱液循环技术和能源管理技术储备为基础，充分发挥后者工程建设设计经验和优势，加速推进首期 20 万吨/年海水提取氯化钾工程产业化路径设计和工程设计，并开展相关智能化工厂选址、建设及相关准备工作，推动海水提钾项目尽快实现产业化落地。

公司研发团队通过系列实验，在钾离子海水分离核心技术上取得关键突破。2021 年 12 月开始不间断实验室数据监测，所取得结果远高于目前已查阅的行业相关文献对比数据，公司中试生产能力为氯化钾铵 50 公斤/天或氯化钾 25 公斤/天，从海水中提取的氯化钾样本所检项目符合 GB/T37918-2019《肥料级氯化钾》要求，达到粉末结晶状 I 型级别。公司正在积极推进海水提钾项目进行产业化论证，目前已在中试阶段，中试设备正在调试中。项目一期计划 2022 年下半年开始建设，2023 年年中将实现达产，公司将在一期项目达产后计划扩充产能。公司拟在海水提钾项目基础上，积极推进海水提锂、溴技术及产业化研究。

图 31：公司位于厦门的产业地址


数据来源：《离子交换法海水提钾工艺研究》，西南证券整理

图 32：沸石法海水提取氯化钾工艺流程图


数据来源：《海水提钾技术进展》，西南证券整理

公司具备科技研发优势，袁俊生教授及其带领的团队历经 40 年研发，创新出具原创性自主知识产权的“沸石离子法海水提取钾肥的高效节能技术”，技术成果达到国际领先水平。袁俊生教授本人是教育部海水利用技术工程中心主任，教育部“海水资源高效利用化工技术”创新团队带头人，中国无机盐协会钾盐（肥）分会副会长，曾任河北工业大学海洋科学与工程学院院长，技术团队获批国家重点科技项目 8 项，授权专利 30 项，制定标准 2 项，曾参与多项海水提钾项目工程设计和建设，在海水提钾工业化领域具备丰富的理论基础和产业化落地经验。

5 积极探索高附加值领域，推进高水分植物蛋白肉研发

5.1 高水分植物蛋白肉或成流行风潮，中国市场初步萌芽

在全民健康意识不断增强的形势下，以植物蛋白为主的植物肉或成为改善饮食结构的新选择。植物肉是用大豆、豌豆等植物蛋白制成，对肉类形色和味道进行模仿的食品。植物肉属于人造肉的一种，可以实现商业化批量生产。植物肉与传统的中式素肉区别在于，中式素肉仅通过烹饪的手法，让产品拥有与动物肉菜肴相似的外形，但质感、口感与动物肉仍有很大差距，而植物肉能够从多方面模拟出动物肉的质地、口感和风味。《植物基肉制品研究进展与未来挑战》研究表明，普通肉类中含有的激素等，会导致癌症、心脏病等疾病患病风险大幅增加。从营养学角度，植物肉具有零胆固醇、零激素、零反式脂肪酸、零抗生素，富含人体必需氨基酸等优点，不会导致现代“文明病”的发生，更符合人们对饮食健康的要求。因此，植物肉行业的发展可同时满足低碳转型的国家需求和民众高蛋白食品摄入增长的消费需求。

目前，国内植物肉对传统肉制品的替代作用已初步显现。根据《国家统计年鉴 2021》，当前中国居民人均肉、禽类年消费量超过 30 千克，而其中猪肉占比消费量超过 70%，从消费量来看，中国居民对肉类和禽类的需求相对比较刚性。根据《农林经济管理学报》对全球植物肉代表性企业 Beyond Meat 产品投入市场的 2016 年为研究起点表明，2019 年的植物肉替代量已近 30 万吨；2019 年替代量下降的原因是全国肉类总产量较 2018 年出现下降，主要是因为非洲猪瘟造成 2019 年中国猪肉产量下降。并且，经《农林经济管理学报》测算，近 4 年植物肉的替代效应平均每年可以节省近 100 万吨的饲料粮，植物肉对粮食的节约作用显著。

表 3：国内植物肉替代现状及其影响规模

	2016	2017	2018	2019
植物肉替代率	0.29%	0.32%	0.34%	0.37%
植物肉替代量 (万吨)	24.66	27.33	28.96	28.30
替代量比肉类进口量	5.27%	6.66%	6.86%	4.58%
饲料量节约量 (万吨)	86.32	95.64	101.35	99.05

数据来源：《农林经济管理学报》，西南证券整理

“人造肉”概念起源于美国。2018年10月，美国就人造肉的相关问题举行了联合听证会，众多食品安全专家、医学家、流行病学专家和兽医专家汇聚一堂，特别讨论的是人造肉的标签定义和食品安全监管问题。会议指出，美国至少有两个部门会参与到人造肉安全标准的制定当中，一是美国农业部（United States Department of Agriculture, USDA），二是食品和药物管理局（Food and Drug Administration, FDA）。食品和药物管理局将负责监管制造人造肉所需细胞的收集、储存和培育；而美国农业部主要负责食品的生产 and 贴标签工作。

2019年11月8-10日，由中国植物性食品产业联盟主办的中国人造肉行业发展及政策研究座谈会在北京举行。参会代表一致认为，随着消费者健康、环保意识的加强，生物技术的成熟和不断完善，“人造肉”产业将迎来高速发展，同时也将对农业、食品产业产生积极带动作用。但随着“人造肉”进入快速发展期，对“人造肉”类别应细分梳理，明确不同种类，并建立相应的监管标准和体系，做好公众科普工作。树立大食物观，更好满足人民群众日益多元化的食物消费需求，通过科技创新发展植物蛋白技术，提供更多的健康绿色产品。

表 4：国内植物肉相关政策变迁

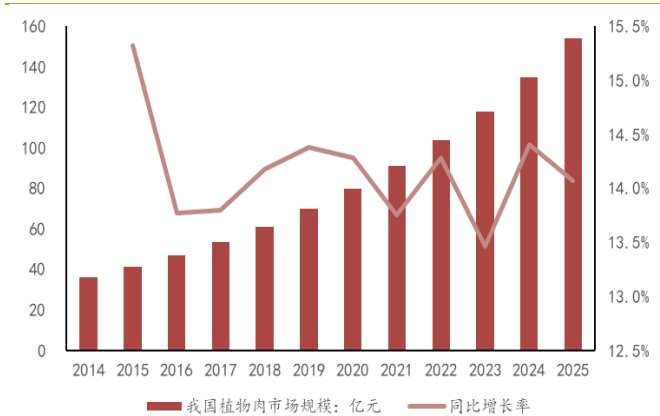
时间	政策内容
2019年11月	中国植物性食品产业联盟主办的中国人造肉行业发展及政策研究座谈会在北京举行。该座谈会是第一个国内专业研讨“人造肉”的会议。随着各类新技术的应用，新生业态不断出现，为避免新业态形成规模之后的监管滞后，客观准确地反映行业发展现状和制约发展的的问题，研讨“人造肉”产业与规范的具体内容，征集相关专家及产业意见和建议，更好地推进中国人造肉产业健康可持续发展，具有历史意义。
2020年1月	1月4日“2019年食品安全与健康热点科学解读”交流会上，中国肉类食品研究中心相关人士表示：“人造肉”是未来食品的标志性产品，机构预测到2040年全球“人造肉”市场份额将达60%。目前，“人造植物肉”国标正在制定中，出台暂无时间表。另外，中国工程院已启动“中国工程院战略咨询项目生物培育肉发展战略研究”项目，将从战略层面研究“培育肉”。系列举措，标志着我国在推动人造肉的商业化。
2021年8月	《国务院关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》要求建立健全绿色低碳循环发展的经济体系，确保实现碳达峰、碳中和目标，推动我国绿色发展迈上新台阶。《“十四五”全国农业绿色发展规划》要求推动农业绿色发展、低碳发展、循环发展全产业链拓展农业绿色发展空间，推动形成节约适度、绿色低碳的生产生活方式，坚定不移走绿色低碳循环发展之路。
2022年5月	《“十四五”生物经济发展规划》提出，将探索研发“人造蛋白”等新型食品。此外，加强生物企业上市培育，进一步加大对生物企业在境内资本市场上市的支持力度，吸引优质生物企业在主板和科创板上市。中国科学院在“十四五”期间，将不断布局和优化具有重大应用前景的前沿生物技术研究；加快培育引领未来前沿生物技术方向，如干细胞新型治疗技术、先导型农业新品种设计等；持续发展前沿生物技术的新兴交叉领域，推动生物经济相关产业的高质量发展。

数据来源：农业农村部、国家发展改革委，西南证券整理

海外企业加速涌入中国市场，国内企业快速布局。自 2020 年以来，知名餐饮企业肯德基、星巴克、喜茶等纷纷推出植物肉食品；2020 年 9 月，美国人造肉上市公司 Beyond Meat 在浙江嘉兴建厂，并于 11 月将新品在上海 5 家受欢迎的餐厅进行销售；国内植物肉领跑品牌“星期零”在 2020 年 11 月 10 日首次亮相 FHC 上海环球食品展，成立两年时间，目前已与超 100 家品牌合作，并已进驻全国超 37000 家门店；国内粉丝龙头双塔食品 11 月 26 日在北京发布植物蛋白肉新产品，推出九大系列豌豆蛋白植物肉产品，并提出将公司未来战略发展方向定位全豆生态战略；全家便利店于 2020 年 12 月在华东 2200 家门店推出了四款植物肉便当产品；盒马鲜生也在同时间推出植物肉饺子。

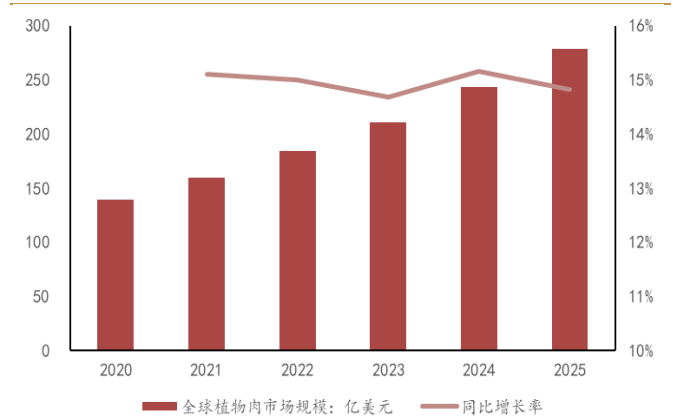
中国植物肉市场处于培育阶段，植物肉需求空间较大。在中国，由于经济水平、饮食习惯等差异，植物肉市场目前处于导入阶段，据 Markets and Markets 预测 2025 年全球植物肉市场规模将达到 279 亿美元，据 The Good Food Institute 数据，2019 年中国植物肉市场规模约 70 亿元，杜邦营养与生物科学公司 2020 年最新研究显示，中国和泰国对植物性肉类的需求预计将在未来五年内增长 200%，市场规模将达到 154 亿美元。另外，根据杜邦营养与生物科学公司数据显示，亚太地区目前共有 43 亿人口，占世界人口的 60%，而其中超过 36% 的消费者选择低肉或无肉饮食，预计中国和泰国对植物性肉类的需求将在未来 5 年内增加 200%，推动植物肉销量增速不断提升。虽然植物肉在中国仍需要较长时间的产品技术迭代和消费习惯培养，但从长期趋势来看，收入水平提升以及消费理念更新也为未来市场提供了广阔机遇。

图 33：中国植物肉行业市场规模及其增速预测



数据来源：The Good Food Institute、产业前瞻研究院，西南证券整理

图 34：全球植物肉行业市场规模及其增速预测



数据来源：Markets and Markets，西南证券整理

5.2 布局植物肉新赛道，公司致力多产品研发

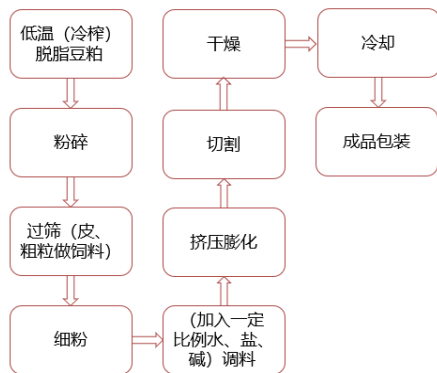
公司旗下高水分植物蛋白肉经营主体哈尔滨福肴食品有限公司，成功实现了植物基蛋白品质和口感的飞跃式提升，目前已形成一系列的具有国际级先进水准的植物基蛋白产品。公司高水分植物肉生产项目一期已于 2021 年 7 月 30 日正式建成并于 2021 年第三季度实现投产，年生产加工能力 5000 吨，是全国第一条高水分植物蛋白肉生产线。公司计划总投资 1.6 亿元，将在未来持续投入研发和扩大产能。生产线所生产的高水分植物肉产品，全流程经浙江清华长三角研究院测定，其碳排放仅为动物肉碳排放量的 10%，蛋白的感官测试和消化吸收率和动物肉相当，大大提高了粮食的转化效率。2021 年 8 月 3 日，黑龙江省科技厅发布了《2021 黑龙江省重大科技成果转化项目拟支持名单的公示》，公司高水分植物肉项目顺

利通过公示，成为 17 个入选项目中唯一的食品类项目。经过中国工程院院士专家组严格鉴定，认定“福肴食品科技成果技术复杂度高、系统研制难度大，具有较高的自主创新性，项目总体技术达到国际先进水平。”

福肴食品是国内最早开始进行高水分植物蛋白肉研究应用的企业，采用双螺杆高水分挤出技术，对植物蛋白进行加工调理，使其质构、风味接近动物肉的形态、口感，不仅能够去除植物蛋白本身苦味，还能够有效提升植物蛋白的吸收利用率，在合适的转速、温度、水分添加等条件下，可以实现植物蛋白净利用率高达 80% 以上。利用独有的高水分基材特点，使福肴植上的植物肉水分含量平均为 65% 左右，最高可达 70%，而市场大多数植物肉水分含量平均为 35% 以下，开发出零胆固醇、低脂肪、高蛋白、富含膳食纤维的高水分植物蛋白肉产品。福肴植上在高水分植物肉领域建立核心技术壁垒，主要得益于福肴植上自主研发的蛋白质质构重组技术、工艺、设备，构成质构重组——黑箱技术——塑形冷却三道精细化生产环节，将原料蛋白结构重新塑形，生产出的高水分植物肉产品更加具有弹性、韧性和咀嚼感。

在自主研发方面，高水分植物肉自主研发能力是无可替代的软实力，公司拥有国内领先的研发团队，包括最早投身植物肉研发的博士研究员、多项国家创新奖项，福肴植上高水分植物肉工艺技术获得中国工程院两位院士组织的国家技术成果鉴定，达到国际先进水平。**在工艺技术方面**，福肴植上品牌构建较高的核心技术壁垒，团队自主研发出领先于国内产业水平的蛋白质质构重组设备，经过多年研发设计的生产设备，实现创新性技术突破，搭建完成国内一流集成生产线。

图 35：福肴食品植物肉生产流程图



数据来源：公司公众号，西南证券整理

图 36：福肴食品高水分植物蛋白肉与国内主流低水分产品对比



数据来源：公司公众号，西南证券整理

公司高水分植物肉项目目前处于市场培育优化阶段，以与餐饮企业合作为主，与多家餐饮机构及经销商开展合作中。以餐饮消费场景为主，增强与餐饮企业的合作，通过聚焦铺设餐饮渠道，包括中高端素食餐厅、快餐、团餐等。目前已经覆盖北京、上海线下餐厅近 300 家。公司已与中国植物蛋白肉第一品牌“珍肉”达成战略合作，联袂推出“东方珍肉”品牌，还与部分经销商达成合作并签订相关产品订单，公司高水分植物肉项目储备产品有 30 多个品类，其中 6 款产品（植物蛋白牛肉饼、植物蛋白小酥肉、植物蛋白猪肉馅、植物蛋白鸡肉棒、植物蛋白炸鸡块）已经推向市场；2022 年计划全面拓展新零售渠道，开启 C 端渠道规划布局，预计到 2022 年年底，具备 100 多个植物肉产品品类生产能力。

图 37: 福肴植上经典小酥肉产品示意图



数据来源: 公司公众号, 西南证券整理

图 38: 福肴食品植物蛋白肉筵席



数据来源: 公司公众号, 西南证券整理

6 盈利预测与估值

6.1 盈利预测

假设 1: 考虑到未来油脂原材料价格存在回调空间, 公司毛利水平将恢复至以往正常水平, 假设 2022-2024 年公司油脂加工销量增速分别为 15%/15%/15%, 对应毛利率分别为 5.3%/6.5%/7%。

假设 2: 考虑到公司年产能 20 万吨海水提取氯化钾项目 23 年进行投产, 假设氯化钾价格 4500 元/吨, 满产将带来 9 亿元收入增量, 结合产能爬坡等实际情况, 预计其他类收入 2022-2024 年增速为 20%/200%/120%, 对应毛利率分别为 33%/75%/78%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
油脂加工	收入	3420.89	3934.02	4524.13	5202.75
	增速	-4.32%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	4.34%	5.30%	6.50%	7.00%
大米加工	收入	1852.76	2038.04	2343.74	2695.30
	增速	-33.78%	10.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-0.91%	3%	3%	3%
其他农产品	收入	9761.53	10640.07	11704.07	12874.48
	增速	8.62%	9.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	1.04%	1.40%	1.60%	1.60%
其他	收入	152.26	182.71	548.14	1205.90
	增速	34.71%	20.00%	200.00%	120.00%
	毛利率	34.03%	33.00%	75.00%	78.00%
合计	收入	15,187.44	16,794.84	19,120.08	21,978.43

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	-1.85%	10.58%	13.84%	14.95%
	毛利率	1.88%	2.67%	5.05%	7.27%

数据来源：Wind, 西南证券

6.2 相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：北大荒、苏垦农发，二者 2023 年平均 PE 为 20 倍。考虑到公司积极发展海水提钾、植物肉板块，未来成长空间广阔，予以公司 2023 年 20 倍 PE，给予“买入”评级，目标价 3.6 元。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600598	北大荒	13.87	0.48	0.57	0.61	0.66	28.90	24.33	22.74	21.02
601952	苏垦农发	12.85	0.53	0.68	0.77	0.81	24.25	18.90	16.69	15.86
平均值							26.57	21.62	19.71	18.44
600811	东方集团	2.74	-0.47	0.03	0.18	0.29	-	98	14	9

数据来源：Wind, 西南证券整理

7 风险提示

极端天气、产能进度不及预期、原材料成本升高、研发不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15187.45	16794.85	19120.09	21978.44	净利润	-1833.69	94.27	647.66	1066.26
营业成本	14902.56	16346.52	18155.00	20381.41	折旧与摊销	63.62	178.10	179.03	179.49
营业税金及附加	31.52	36.80	41.15	47.59	财务费用	1037.31	1076.24	1173.11	1232.10
销售费用	104.27	83.97	95.60	109.89	资产减值损失	-545.07	-50.00	-20.00	-10.00
管理费用	298.21	302.31	344.16	395.61	经营营运资本变动	2274.93	-2907.27	-1436.42	-2134.75
财务费用	1037.31	1076.24	1173.11	1232.10	其他	-497.11	-1318.77	-1285.40	-1267.51
资产减值损失	-545.07	-50.00	-20.00	-10.00	经营活动现金流净额	499.99	-2927.44	-742.02	-934.41
投资收益	772.14	1000.00	1250.00	1200.00	资本支出	-596.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-180.18	100.00	100.00	100.00	其他	2909.96	7040.19	1439.33	1256.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	2313.63	7040.19	1439.33	1256.89
营业利润	-1570.27	99.02	681.06	1121.85	短期借款	1440.91	2033.32	592.07	1052.53
其他非经营损益	-357.04	0.21	0.69	0.53	长期借款	-2248.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1927.32	99.23	681.75	1122.38	股权融资	-50.57	0.00	0.00	0.00
所得税	-93.63	4.96	34.09	56.12	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-1833.69	94.27	647.66	1066.26	其他	-2595.98	-9743.93	-1173.11	-1232.10
少数股东损益	-114.95	-1.55	-5.93	1.04	筹资活动现金流净额	-3454.62	-7710.61	-581.05	-179.56
归属母公司股东净利润	-1718.75	95.82	653.59	1065.22	现金流量净额	-641.24	-3597.86	116.26	142.92
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4437.60	839.74	956.00	1098.92	成长能力				
应收和预付款项	6123.46	7364.79	8156.12	9356.23	销售收入增长率	-1.85%	10.58%	13.84%	14.95%
存货	7952.53	9167.47	10137.20	11425.42	营业利润增长率	-634.23%	-93.69%	587.83%	64.72%
其他流动资产	1272.58	1024.50	922.24	1061.63	净利润增长率	-885.20%	-94.86%	587.06%	64.63%
长期股权投资	16737.59	16737.59	16737.59	16737.59	EBITDA 增长率	-139.70%	188.35%	50.23%	24.60%
投资性房地产	5473.12	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1007.24	866.65	725.12	583.14	毛利率	1.88%	2.67%	5.05%	7.27%
无形资产和开发支出	743.76	708.43	673.10	637.77	三费率	9.48%	8.71%	8.44%	7.91%
其他非流动资产	552.90	560.72	568.55	576.37	净利率	-12.07%	0.56%	3.39%	4.85%
资产总计	44300.76	37269.89	38875.92	41477.07	ROE	-9.38%	0.48%	3.20%	5.01%
短期借款	8379.72	10413.04	11005.11	12057.64	ROA	-4.14%	0.25%	1.67%	2.57%
应付和预收款项	938.22	1045.68	1136.03	1288.57	ROIC	-4.34%	9.18%	12.26%	13.91%
长期借款	1508.10	1508.10	1508.10	1508.10	EBITDA/销售收入	-3.09%	8.06%	10.63%	11.53%
其他负债	13925.49	4741.35	5017.30	5347.12	营运能力				
负债合计	24751.53	17708.17	18666.54	20201.43	总资产周转率	0.33	0.41	0.50	0.55
股本	3714.58	3659.15	3659.15	3659.15	固定资产周转率	17.02	18.31	24.32	33.85
资本公积	8819.00	8874.43	8874.43	8874.43	应收账款周转率	58.39	64.27	63.61	64.30
留存收益	6999.34	7095.16	7748.75	8813.97	存货周转率	1.70	1.80	1.81	1.82
归属母公司股东权益	19414.19	19428.22	20081.81	21147.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.00%	—	—	—
少数股东权益	135.05	133.49	127.57	128.61	资本结构				
股东权益合计	19549.23	19561.71	20209.38	21275.64	资产负债率	55.87%	47.51%	48.02%	48.71%
负债和股东权益合计	44300.76	37269.89	38875.92	41477.07	带息债务/总负债	39.95%	67.32%	67.04%	67.15%
					流动比率	0.96	1.36	1.39	1.43
					速动比率	0.57	0.68	0.69	0.72
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	-469.34	1353.35	2033.20	2533.43	每股收益	-0.47	0.03	0.18	0.29
PE	-5.47	98.14	14.39	8.83	每股净资产	5.34	5.35	5.52	5.81
PB	0.48	0.48	0.47	0.44	每股经营现金	0.14	-0.80	-0.20	-0.26
PS	0.62	0.56	0.49	0.43	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-13.69	14.37	9.84	8.24					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	朱趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn