

道道全 (002852)

证券研究报告

2022年08月04日

食用油细分市场龙头迎业绩拐点!

油料价格止涨转跌, 下游粮油加工面临板块性机遇

2020年初以来, 本轮食用油价格上行开启, 期间受新冠疫情冲击运输与生产、拉尼娜气候异常致油料减产、俄乌冲突削弱全球农产品供应、印尼收紧/限制棕榈油出口、以及全球多个重要经济体的持续通胀压力等多重驱动因素, 驱使本轮油脂价格高度、长度都较为突出。自5月以来, 随印尼重新开启出口棕榈油并加速出口配额审批, 全球食用油出口市场供需和预期出现快速反转, 全球油料及油脂价格开启快速下行, 对应下游粮油加工板有望出现利润反转。

细分赛道领跑者, 区域龙头进军全国

菜籽油赛道竞争格局区别于食用油行业整体格局, 目前暂未出现绝对龙头, “十四五规划”对菜籽油行业的发展进行重点规划, 为细分行业成长打开规模; 公司2021年市占率约4.4%左右, 随年内募投项目投产未来市占率有望达到10%以上, 看好道道全菜籽油赛道细分龙头潜力! 公司当前区位优势显著, 立足主产区面向主销区, 产业链顺畅, 目前正处于区域性品牌进军全国性品牌的扩张阶段, 积极开拓经销商和KA渠道, 2018年以来经销商复合年增速达25.5%, 伴随川菜、湘菜行业在餐饮行业渗透率、全国范围内油菜的扩种、以及公司茂名基地投产重点辐射华南片区, 公司下游消费市场有望从规模总量、渗透率、区位分布多维度开拓!

承接下游消费升级, 品牌建设改善公司定价能力

公司以“饮食更养生”作为品牌目标, 产品结构上积极推出高油酸植物油、茶油等在营养结构上较传统油脂更健康的新品类, 同时公司消费结构又以小包装产品为主, 正顺应近年下游消费者对油脂的需求偏向“小包装化”、“健康化”的消费趋势。在此基础上, 道道全近年积极进行多元产品线和品牌建设: 2021年公司推出高端品牌“东方山茶油”, 以及橄榄油、高油酸菜籽油产品系列, 2020年公司首次进入中国品牌力指数排行榜前十, 2022年排名已升至全食用油品牌第七名, 为上市菜籽油品牌第一位。未来, 依托于公司的品牌力增长和持续产能扩充, 公司产品在市场份额抢占和溢价能力上的表现值得期待!

募投项目投产, 产能翻倍突破产能瓶颈

2020年末, 公司有初榨、精炼、灌装产能34.5万吨、53万吨、41.4万吨, 今年茂名项目投产后, 公司的初榨、精炼、灌装产能将会分别提升至100.5万吨、114.5万吨与110.4万吨。公司2022两年间迅速实现产能倍增, 叠加周期性机会公司毛利预期改善, 上行周期产销放量, 公司迎来量利齐升!

给予“买入”评级: 预计2022-2024年公司实现收入73.77/98.99/106.85亿元, 同增35.37%/34.19%/7.94%, 预计实现归母净利润0.93/3.41/5.06亿元, 对应PE 49.58/13.51/9.12倍, 对应EPS 0.26/0.95/1.41元。考虑公司历史估值水平和菜籽油行业利润反转预期, 给予2023年20倍PE, 对应目标价格19.0元。

风险提示: 原材料价格波动风险; 食品安全与质量控制风险; 市场竞争加剧的风险; 产业政策风险; 流通市值较小, 近期股价波动较大。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,287.32	5,449.47	7,376.78	9,898.81	10,684.91
增长率(%)	28.43	3.07	35.37	34.19	7.94
EBITDA(百万元)	(4.87)	(66.30)	252.82	575.59	758.96
净利润(百万元)	(76.50)	(191.99)	93.04	341.46	505.90
增长率(%)	(159.38)	150.96	(148.46)	267.01	48.16
EPS(元/股)	(0.21)	(0.53)	0.26	0.95	1.41
市盈率(P/E)	(60.30)	(24.03)	49.58	13.51	9.12
市净率(P/B)	2.53	1.93	1.85	1.63	1.37
市销率(P/S)	0.87	0.85	0.63	0.47	0.43
EV/EBITDA	(1,152.90)	(94.27)	20.71	8.39	5.44

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	12.85元
目标价格	19.0元

基本数据

A股总股本(百万股)	359.00
流通A股股本(百万股)	286.22
A股总市值(百万元)	4,613.15
流通A股市值(百万元)	3,677.91
每股净资产(元)	6.40
资产负债率(%)	47.99
一年内最高/最低(元)	17.35/9.60

作者

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

陈潇 分析师
SAC执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC执业证书编号: S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

内容目录

1. 菜籽油行业领跑者，短期盈利承压上游扰动	4
1.1. 长期专注菜籽油细分赛道	4
1.2. 近年承压上游成本压力盈利出现扰动	5
2. 食用油市场长期稳定成长，短期价格反转中下游迎机遇	8
2.1. 全球食用油市场规模稳定成长	8
2.2. 国内食用油市场发展现状	9
2.3. 油脂止涨转跌，下游粮油加工面临板块机遇	12
3. 乘消费升级东风，区域龙头进军全国	14
3.1. 产品升级，提升公司盈利能力	14
3.1.1. 产品向“健康化”、“小包装化”升级	14
3.1.2. 提高毛利水平和溢价能力，提升盈利水平	16
3.2. 细分赛道领跑者，销售网络进军全国	18
4. 募投项目突破产能瓶颈，布局辐射华南片区	20
5. 投资建议	23
6. 风险提示	25

图表目录

图 1: 2021 年公司营收结构	4
图 2: 公司发展历程	4
图 3: 公司股权结构 (截止 2022 年 8 月 2 日)	5
图 4: 道道全营业收入情况	5
图 5: 道道全归母净利润情况	5
图 6: 2015-2021 年道道全按产品划分营业成本 (亿元)	6
图 7: 2015-2021 年道道全按地区划分营业成本 (亿元)	6
图 8: 2015-2021 年道道全按产品划分营业收入 (亿元)	6
图 9: 2015-2021 年道道全按地区划分营业收入 (亿元)	7
图 10: 2015-2022Q1 公司三费率情况 (%)	7
图 11: 公司销售毛利率和销售净利率 (%)	7
图 12: 全球植物油消费量	8
图 13: 全球植物油产量	8
图 14: 2021/22 年全球植物油消费结构 (%)	8
图 15: 中国食用油市场规模	9
图 16: 多国人均年食用油消费量 (kg/人)	9
图 17: 2016-2021 年国内食用油主要公司市占率 (%)	9
图 18: 食用植物油的产业链	10
图 19: 我国主要油料品种产量 (万吨)	10

图 20: 我国大豆产量、进口量 (万吨) 和自给自足率 (%)	11
图 21: 我国花生产量、进口量 (万吨) 和自给自足率 (%)	11
图 22: 我国油菜籽产量、进口量 (万吨) 和自给自足率 (%)	11
图 23: 各上市食用油加工企业原材料成本占比 (%)	12
图 24: 国际食用油价格走势	13
图 25: A 股上市粮油加工行业销售毛利率 (%)	14
图 26: 油菜籽现货价格 (元/吨)	14
图 27: 桶装菜籽油零售价 (元/5L)	14
图 28: 2010 年国内食用油包装规模结构 (%)	15
图 29: 2021 年国内食用油包装规模结构 (%)	15
图 30: 1975-2020 年中国平均每户人口 (人/户)	16
图 31: 公司营收以包装油为主 (%)	17
图 32: 中国品牌力指数 (C-BPI) 食用油品牌排行榜前十	17
图 33: 道道全强化线上渠道宣传	18
图 34: 2020 年油菜籽主产区产量及比重 (%)	18
图 35: 公司经销商渠道建设今年进入高速增长期	19
图 36: 四川火锅	19
图 37: 菜籽油调味是川菜、湘菜的“百味之源”	19
图 38: 川菜、湘菜企业近年快速增长 (家)	20
图 39: 川菜市场规模 (亿元)	20
图 40: 湘菜市场规模 (亿元)	20
图 41: 2017-2019 年公司产能利用率 (%)	21
图 42: 2016-2021 年公司产销率 (%)	21
图 43: 公司食用油销售量 (万吨) 与 yoy (%)	21
图 44: 公司产能梳理与预测 (万吨)	23
图 45: 道道全历史 PE 水平	24
表 1: “十四五” 全国种植业发展对种植面积和产量具体规划	12
表 2: 部分植物油的营养成分和健康优势	15
表 3: 公司包装油品牌档次划分	16
表 4: 公司在建工程陆续竣工 (万元)	22
表 5: 公司产能募投项目新增产能 (万吨)	22
表 6: 道道全盈利预测 (百万元)	23
表 7: 行业可比公司估值一致预测 (Wind 一致预期)	24

1. 菜籽油行业领跑者，短期盈利承压上游扰动

1.1. 长期专注菜籽油细分赛道

道道全粮油股份有限公司是一家集食用植物油及其相关副产品生产、科研、贸易、仓储、物流于一体的综合性油脂加工企业，同时也是国内第一家以菜籽油加工为主的上市公司。公司总部位于岳阳，有四大生产加工基地，年产值 50 亿元。公司旗下拥有“道道全”、“菜子王”、“海神”等食用油知名品牌，产品畅销华中、西南、西北、华东等二十几个省市。近年来，公司通过全国产能布局，打造高油酸菜油、茶油等高端油品，积极拓展线上及 KA 卖场等销售渠道，坚定做深做透核心市场、攻坚战略市场、拓展潜力市场的市场发展策略，旨在为实现公司“‘五化三型’（品牌化、专业化、规模化、资本化、信息化和学习创新型、质量安全型、绿色环保型）的时代企业”目标努力奋进。

公司自成立以来，一直以菜籽油系列包装油产品为经营的主营业务，主要产品为包装食用植物油，品种上包括菜籽油、大豆油、玉米油、葵花油及其调和油等植物油，产品系列上来看具体分为压榨油、风味油、纯正油、调和油、礼品油和餐饮油等系列。具体营收结构来看，公司收入来源包括粕类、包装油、散装油和其他业务四个板块，其中主要收入来源为包装油，2021 年占比营收达 72.72%，副产品粕类占比 17.86%。

图 1：2021 年公司营收结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

公司自 1999 年于湖南创立，历经几十年发展，营收和经营规模逐年增长，如今资产规模达 40 多亿元。近年来，公司先后设立多个生产加工基地，建立完整的信息数据管理和产品追溯系统，产业链布局趋于完善，提升公司的综合竞争力，成为全国领先的粮油品牌。

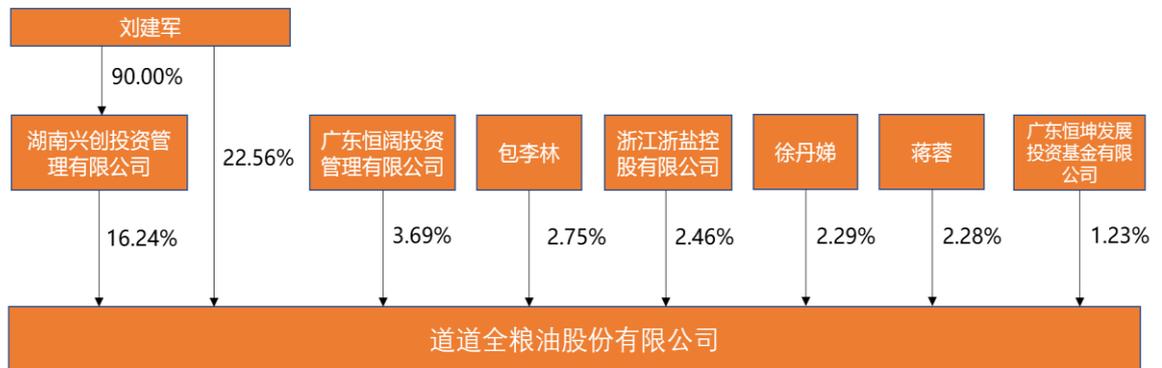
图 2：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国家粮食和物资储备局网站，天风证券研究所

股权结构来看，公司的股权结构保持长期稳定。公司控股股东为刘建军先生，担任公司董事长兼任总经理。公司控股股东直接持股 22.56%，通过湖南兴创投资管理有限公司间接控股 14.62% 股份。

图 3：公司股权结构（截止 2022 年 8 月 2 日）

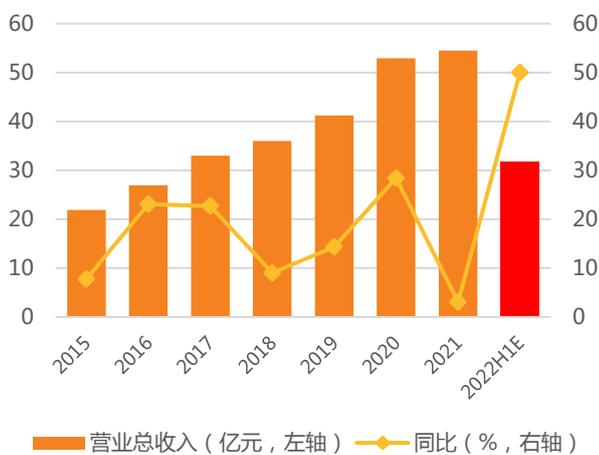


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 近年承压上游成本压力盈利出现扰动

公司营收自 2015 年至 2021 年呈现逐步增长。2021 年营业收入为 54.5 亿元，同比增速 3.1%，其中 2020 年营收同比增速达到了 28.43%。2020 年公司营收出现显著增长主要来自于包装油收入的快速提升，2021 年包装油占比略有下降，但粕类同比增长 42.2%，总体平稳增长。2022 年 Q1 营收同比略有下降，2022 年 H1 按照公司近期半年报业绩预告中枢值来看，预期较去年同期涨幅达 50% 左右。

图 4：道道全营业收入情况



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

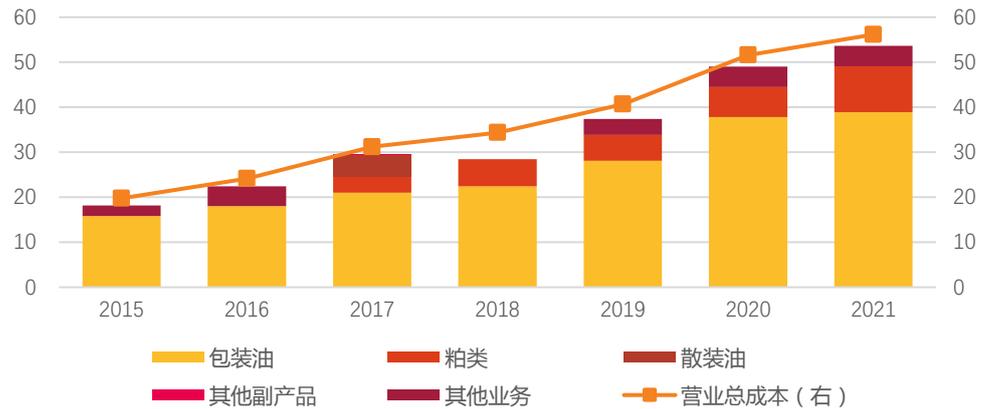
图 5：道道全归母净利润情况



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

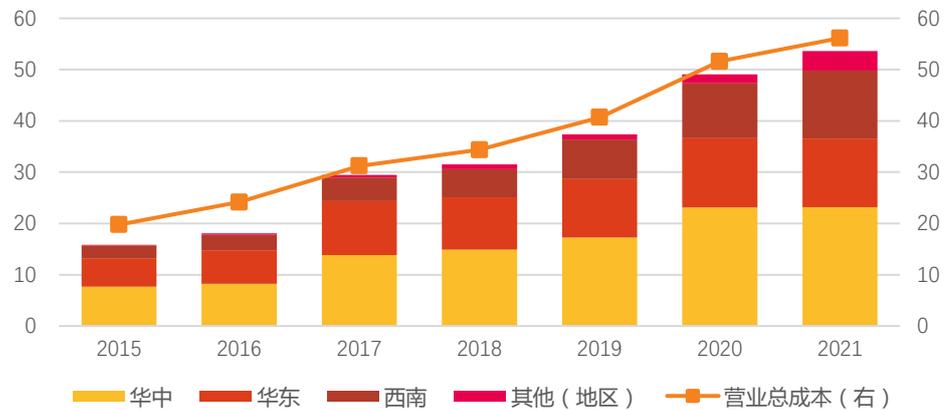
净利润有望重新上行。2012-2018 年，公司归母净利润总体呈现上行趋势，2018 年达到 2.2 亿元，同比增长 15.8%；2019 至 2021 年期间出现净利润下行，2021 年净利润为-2.0 亿元，2022 年 Q1 归母净利润同比下降 166.18%，为-0.54 亿元。净利润降低的主要原因如下：一是营业成本上升。2021 年营业总成本为 56.1 亿，相比 2020 年增加了 4.6 亿。按产品划分，2021 年粕类成本增加了 3.5 亿元，包装油成本增加了 1.1 亿元；按地区划分，2021 年西南地区成本增加了 2.6 亿元。二是包装油营收下降 1.8 亿元。三是财务费用增加 0.3 亿元。趋势上来看，公司 2021 年净利润触底后，今年上半年虽然亏损，但 2022 年 H1 按照公司近期半年报业绩预告中枢值来看预期净利润-0.36 亿元，因此代表着公司 2 季度净利润已经回正，随着下半年上游成本的改善，公司净利润有望继续保持上行趋势。

图 6：2015-2021 年道道全按产品划分营业成本（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

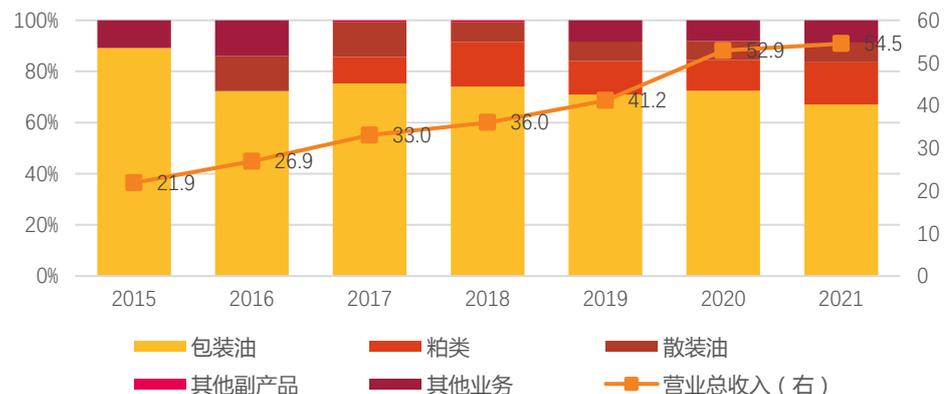
图 7：2015-2021 年道道全按地区划分营业成本（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

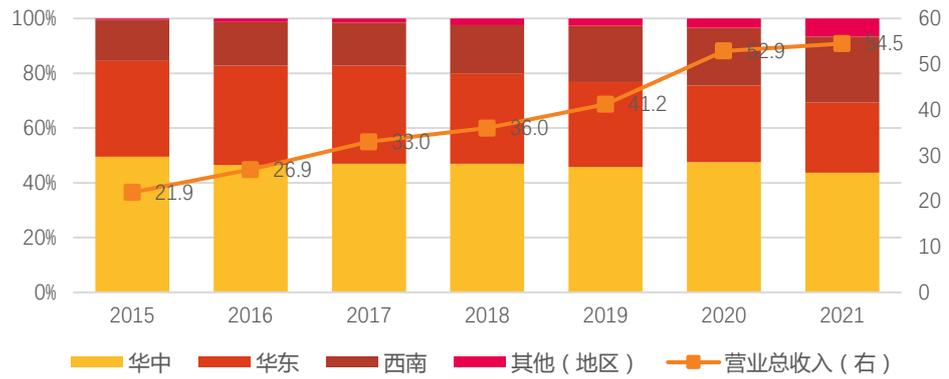
公司产品结构以包装油为主。公司的产品结构分为包装油、粕类、散装油、其他副产品以及其他业务这五大板块，主要收入来源于包装油板块，2021 年包装油营收占比为 72.7%，粕类占比为 17.9%。包装油主要以纯菜籽油和菜籽调和油类产品为主。从销售区域看，公司销售主要围绕华中、华东和西南区域展开，至 2021 年，三个主要地区营收合计占比 93.3%，近年来西南地区占比随着公司的市场开拓而逐步提升。

图 8：2015-2021 年道道全按产品划分营业收入（亿元）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

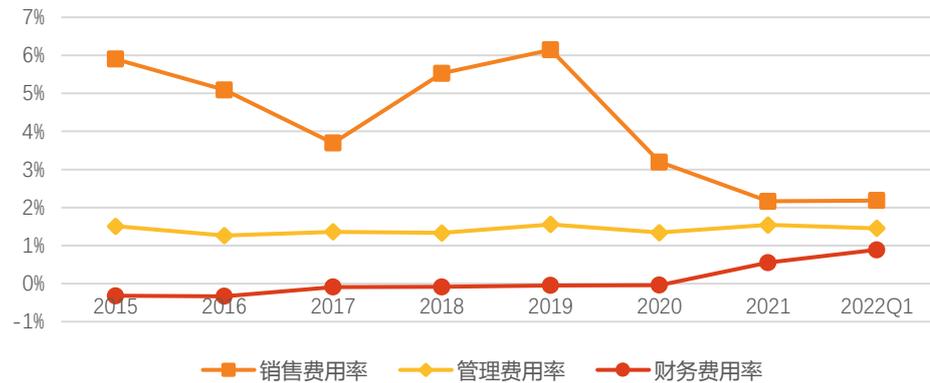
图 9：2015-2021 年道道全按地区划分营业收入（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司销售费用率波动下降，管理费用率和财务费用率基本持平。2018 年销售费用同比增长 63.3%，主要来自于广告宣传推广费的迅速增长。2021 年广告费用削减至 0.7 亿元，整体销售费用同比下降 30.1%。管理费用近年来稳步上升，2019 年增幅达到 33.3%，主要源于工资薪酬的上涨。2021 年财务费用从 2020 年的-159.2 万元增至 3046.1 万元，主要原因是利息支出的大幅增加及利息收入的下降。

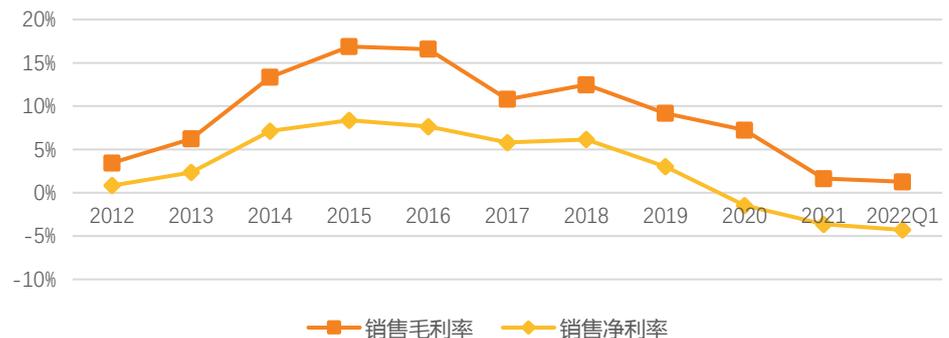
图 10：2015-2022Q1 公司三费率情况（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

公司销售毛利率和销售净利率呈现周期性波动。2012-2015 年销售毛利率和净利率呈上升趋势，在 2015 年分别达到了 16.9%和 8.4%，后续逐年波动下降，直至 2021 年分别下降为 1.6%和-3.6%，2022 年 Q1 分别为 1.3%和-4.3%。

图 11：公司销售毛利率和销售净利率（%）



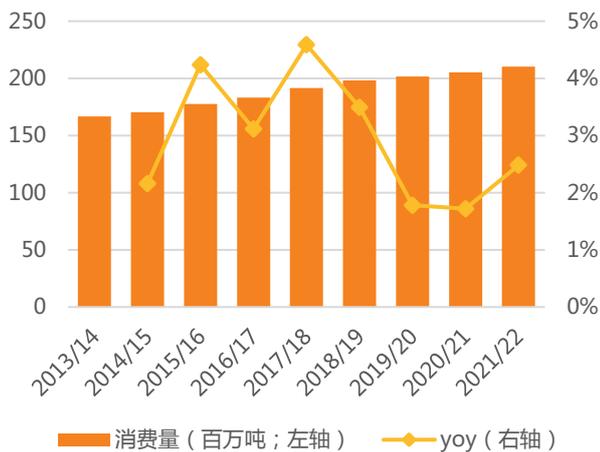
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 食用油市场长期稳定成长，短期价格反转中下游迎机遇

2.1. 全球食用油市场规模稳定成长

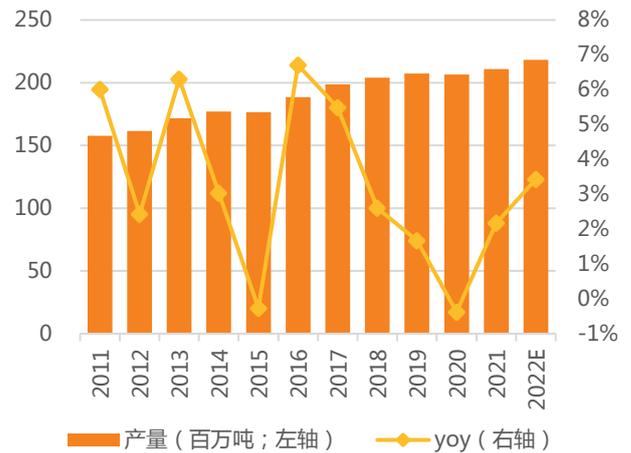
近十年以来，全球食用油市场呈现持续成长态势。全球食用油基本以植物油为主，具体来看植物食用油消费量从 2013/14 年的 1.67 亿吨增长至 2021/22 年全球食用油消费量超 2.10 亿吨，期间年均复合增速约 3% 左右，总体呈现稳定的增长态势；植物油产量从 2011 年至 2021 年从 1.58 亿吨增长至 2.11 亿吨。

图 12：全球植物油消费量



资料来源：statista，天风证券研究所（年度统计口径：当年 10 月-次年 9 月）

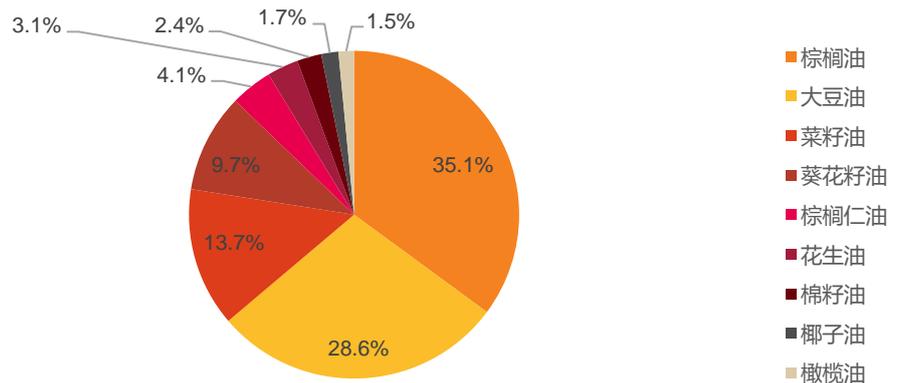
图 13：全球植物油产量



资料来源：Wind，天风证券研究所（年度统计口径：当年 1-12 月）

具体分类来看，全球常见油类消费品种包括棕榈油、大豆油、菜籽油和葵花籽油等。其中，棕榈油是从棕榈果的果肉中提取的，东南亚和非洲是棕榈油的主要产区，棕榈油在餐饮业、食品工业和油脂化工业拥有广泛的用途；大豆油从大豆中提取，全球消费量占比第二。菜籽油是从油菜籽中提取得到的，含有较高量的 omega-3(亚麻酸)和 omega-6(亚油酸)脂肪酸，具备饱和脂肪酸含量低的优点。

图 14：2021/22 年全球植物油消费结构 (%)



资料来源：statista，天风证券研究所

我国食用油市场较全球市场特征类似。总体来看，我国食用油市场在 2010 年前市场规模维持较快增速，2011 年-2021 年近十年期间我国食用油市场规模 CAGR 约 3% 左右，代表着我国食用油总体市场进入相对平稳增长期。2018 年以来我国食用油市场规模稳定维持在千亿规模以上，截至 2021 年达 1073 亿元。

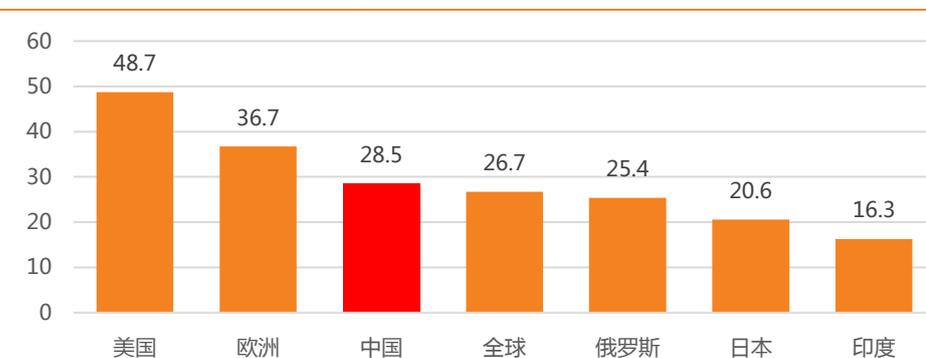
图 15: 中国食用油市场规模



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

目前我国人均食用油消费量已超过世界平均水平。2020 年中国食用油人均消费量 28.5kg/人, 高于 26.7kg/人的世界平均水平。与饮食习惯相似的日本相比, 高出约 7.9kg/人。

图 16: 多国人均年食用油消费量 (kg/人)

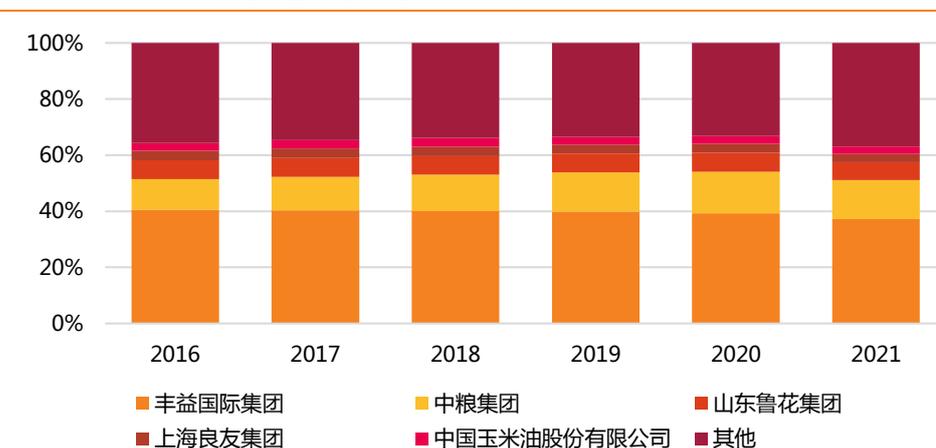


资料来源: 导油网, 天风证券研究所 (2020 年数据)

2.2. 国内食用油市场发展现状

总体来看, 我国食用油市场竞争格局总体较集中, 呈现“一超多强”的格局。2021 年食用油行业 CR3、CR5 分别为 58%和 63%。其中, 丰益国际集团是国内食用油市场的领先者, 市占率维持在 40%左右。其次为中粮集团、山东鲁花集团、上海良友集团, 市占率分别为 14%、6%和 3%。

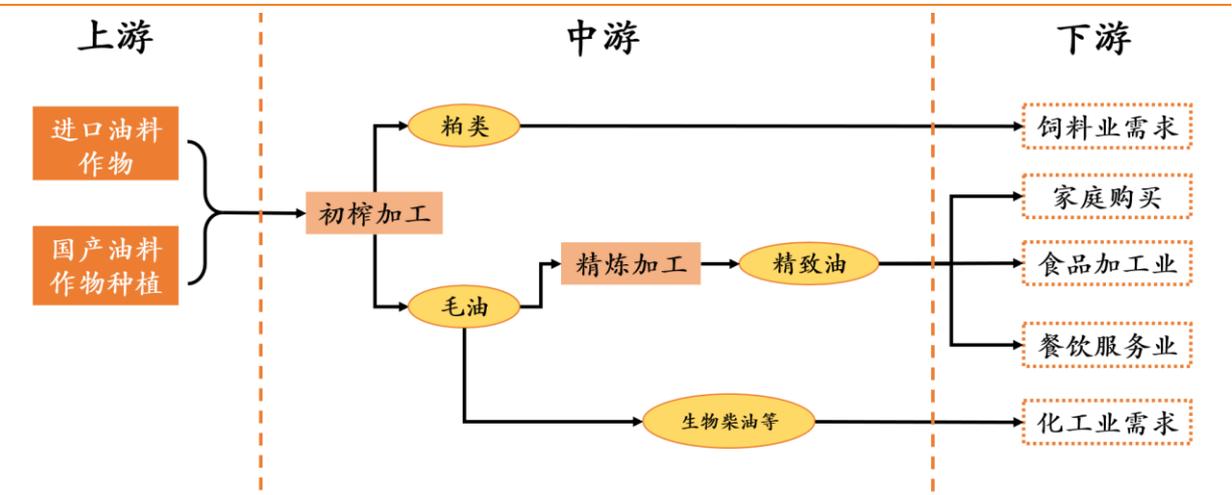
图 17: 2016-2021 年国内食用油主要公司市占率 (%)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

我国食用油的产业链较常见食品或农产品加工产业链结构相似，具体主要包括油料作物种植、压榨、精炼、包装和渠道销售等环节。中游产业主体主要为初榨、深加工企业等。油料作物经过初榨产出原油（毛油）和粕类（副产品），粕类下游对接养殖饲料厂，是常见的饲用原料。毛油尚不能食用，常见处理工序主要为经过精炼加工后，制为精制油（即食用油），再进行包装、渠道销售等途径进入下游消费市场，再按照消费需求、食用油的包装规格对应到不同的消费主体：家庭、食品工业企业、餐饮业企业等。

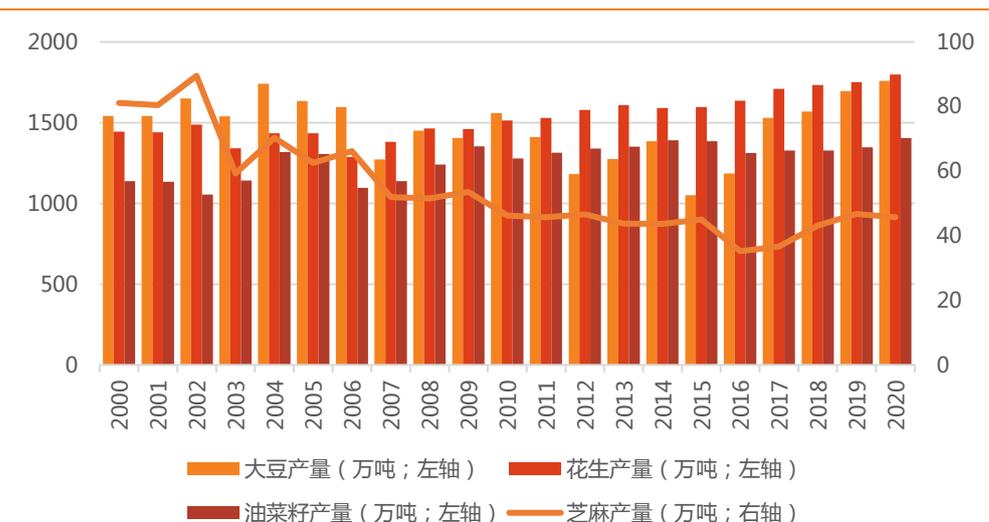
图 18：食用植物油的产业链



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我国食用油产业的上游直接对接大宗农产品原料，从食用油产业链的价值分布来看，油料为食用油重要的成本构成。我国的油料作物主要种类为大豆、花生、油菜籽等，其中大豆对外依赖度较高，花生、油菜籽的自给自足率则相对较高。自 2000 年-2020 年区间，我国的大豆产量波动区间为 1000-1800 万吨，2015 年低点后快速上升，至 2020 年我国大豆产量为 1759 万吨；油菜籽产量波动区间为 1000-1400 万吨，2020 年国产油菜籽的产量为 1404.9 万吨；花生产量总体呈现波动上升趋势，2020 年总产量达 1799.3 万吨，为我国第一大油料作物。

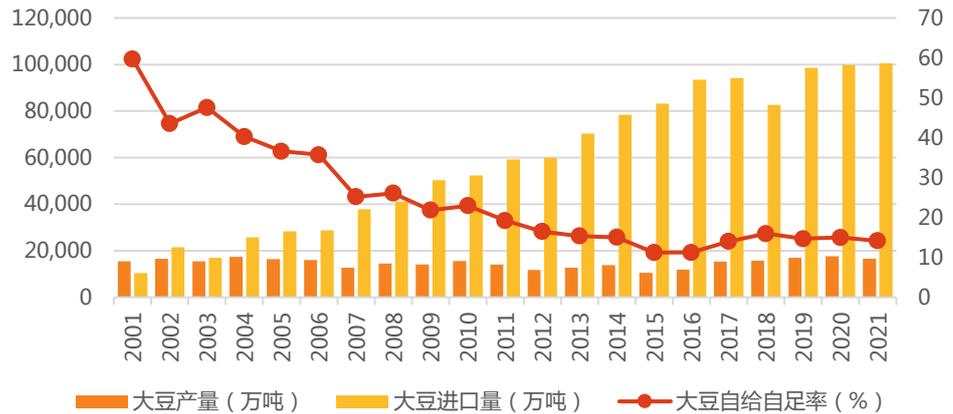
图 19：我国主要油料品种产量（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

而从我国当前油料的进出口形式来看，豆油作为我国主要植物食用油之一，其油料大豆对外依赖度始终维持高位。我国大豆产量始终增长较缓慢，所以近年随着对大豆油需求量的提升，我国大豆的进口量也在逐年增多，我国的大豆自给自足率从 2001 年的 59.73% 下跌到 2015 年的最低点 11.21%，2021 年的大豆自给自足率仅为 14.14%。

图 20：我国大豆产量、进口量（万吨）和自给自足率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

而花生、油菜籽同样作为我国重要油料作物，区别于大豆整体自给自足率较高。花生自给自足率自 2000 年以来 20 年间保持在 90% 以上。至 2020 年，我国进口花生量为 137.4 万吨，同年自给自足率为 92.91%，依然保持高位。

图 21：我国花生产量、进口量（万吨）和自给自足率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

油菜籽作为菜籽油的原材料自给自足率同样相对较高，长期稳定在 70% 之上，但在 2010 年后至 2018 年期间呈下降趋势。截至 2020 年，我国油菜籽的自给自足率为 86.37%。

图 22：我国油菜籽产量、进口量（万吨）和自给自足率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

从政策端来看，国家“十四五”规划对于我国油料发展进行积极引导，并额外强调了油菜于我国食用油行业的突出地位。2021 年 11 月，国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，其中就加强重要农产品生产保护区建设进行重要指示，主要内容便围绕我国

的油料作物安全展开，重点强调要提升大豆、油菜、花生以及油茶、油葵、芝麻等各自产区的综合生产能力；2021年12月，农业农村部重磅印发的《“十四五”全国种植业发展规划》，其中对于油料增产进行了具体规划，其中特别将强调了油菜于我国食用油的重要地位，并对于其增产进行了重点规划。目前我国常年油菜种植面积维持在1亿亩左右，“十四五”期间，农业农村部指导进行“挖潜增面积、扩种冬油菜”，计划到2025年全国油料播种面积从1.97亿亩提升到2.2亿亩，其中油菜播种面积从1亿亩上升至1.2亿亩，为未来国产油料规划增量的最主要来源！

表 1：“十四五”全国种植业发展对种植面积和产量具体规划

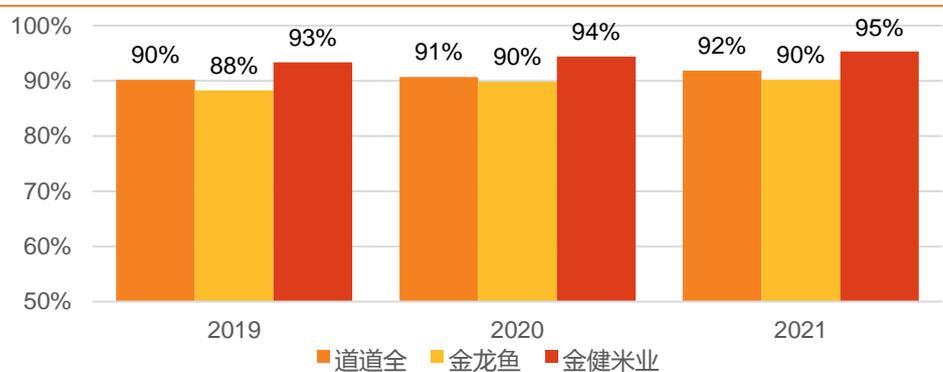
	2020A	2025E	增量
油料种植面积 (亿亩)	1.97	2.2	0.23
油菜种植面积 (亿亩)	1	1.2	0.2
占比 (%)	50.8%	54.5%	87.0%
油料产量 (万吨)	3586	4000	414
油菜籽产量 (万吨)	1405	1800	395
占比 (%)	39.2%	45.0%	95.4%

资料来源：中国糖业协会，农业农村部，天风证券研究所

2.3. 油脂上涨转跌，下游粮油加工面临板块机遇

我国食用油产业的上游直接对接大宗农产品原料。从食用油产业链的价值分布来看，我国食用油企业原材料成本结构占比近年维持在90%左右高位，因此食用油市场中食用油原料为重要的市场价值构成部分，也对实际的食用油价格起直接显著影响，食用油价格的波动趋势多数与油料的价格波动相对应。

图 23：各上市食用油加工企业原材料成本占比 (%)



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

回顾全球历史食用油价格，从中短期维度来看，食用油价格波动与供给量、需求量、通胀等因素有的变动有较高相关性。其中供需紧张带来的全球库存比降低是引发食用油价格上涨的核心因素，通胀等其他因素对价格提升进一步加强。本轮全球食用油价格自2020年初开启上行周期，至2022年二季度初达到高点，就价格高度而言，本轮周期达到近20年的历史高点。而本轮食用油价格的上涨较本世纪前两轮油价周期在长度、高度上都更为突出，主要是因为本轮上涨原因为多方因素在不同时间段的连续催化、和分别主导不同时期的价格上行。

因素一：新冠疫情下的供应链与生产受挫。新冠疫情发生以来，绝大多数国家或地区加强管控，进而导致运输受阻，全球食用油供应链受到打击。2020年，作为重要的大豆出口区域，南美由于港口运输的排船周期变长、罢工隐患增加，严重影响了大豆出口的节奏，拉动了世界出口市场的大豆供应偏紧；马来西亚作为全球第二的棕榈油出口国，2022年出口棕榈油量预计占全球棕榈油出口市场超30%，而由于新冠疫情的影响，国家颁布了外国劳工

入境禁令，直至1年多以后政府才于2021年12月通过内阁会议同意将其废除。然而直至2022年6月，马来西亚劳工缺口依然达120万人以上，其中棕榈油产业短缺约12万人。

因素二：气候异常致使产量下降。2021年，全球持续呈现拉尼娜气候特征，且有可能持续至2022年夏秋，南美作为全球重要的大豆、豆油的生产、出口国家（2021年阿根廷豆油出口全球第一），大豆、豆油出现了减产，因而导致了国际性的进出口贸易市场大豆的紧缺，进一步拉动了豆油价格上升，同时也带动其他品类油料的稀缺性，出现普涨。

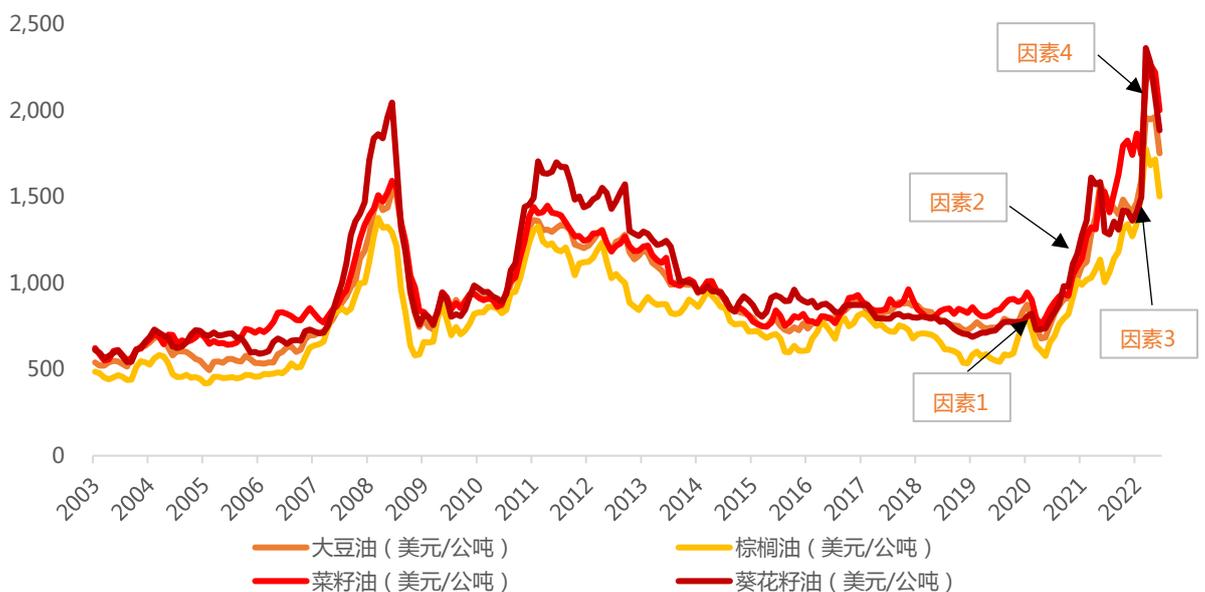
因素三：俄乌冲突加剧价格波动。俄罗斯、乌克兰均在世界粮食、能源、化肥市场占有重要地位。2022年2月，俄乌冲突爆发，致使相应市场领域价格高企，导致世界粮食市场上的多种粮食包括食用油原料价格的上涨，随之而来的传导效应会带来恶性循环，食用油的生产、运输成本也相应增加，导致价格进一步抬升。

因素四：印尼持续收紧棕榈油出口。棕榈油作为全球最重要植物食用油种类，2022年印尼的棕榈出口量预计占比全球50%以上。2022年4月，印尼颁布了禁止食用油和食用油原料出口的禁令，并于4月28日正式生效。重要出口国印尼禁止棕榈油出口，直接导致了全球食用油市场的供应严重不足，进一步推高了全球食用油价格。

因素五：全球各大经济体持续面临较大通胀压力。2021年初以来，美国和欧元区CPI开启高速上行。2021年，全球通胀率达4.3%，创10年新高。进入2022年，全球通胀压力依然难见降低，2022年6月，美国CPI同比上涨9.1%，达1981年11月以来最大增幅；欧元区7月份CPI终值同比上升8.9%，同环比继续上升。在全球持续通胀的背景下，各大经济体普遍采取宽松的货币和财政政策刺激总需求，大量货币进入到商品流通环节，包括食用油在内的产品价格持续攀升。能源中石油、生物柴油的价格增长推波助澜了食用油的涨价。

而2022年6月以来，食用油（原料）价格从历史高点快速调整回落。我们认为本次价格下跌开启的主要驱动因素为印尼解除了出口禁令并积极进行出口所致。2022年5月末，印尼政府重新开启了对外橄榄油出口，印尼贸易部执行出口加速机制并将持续至7月31日以快速审批和提高出口配额。至6月中，配额已经超过60万吨，至7月4日前签发了总计240万吨的棕榈油出口许可，为国内销售配额的7倍，而此前印尼执行配额倍数为1:5，目前配额比例已经超出此前正常出口时期比例，加速国际棕榈油出口市场的实际供需情况以及对远期供需关系的预期的扭转，因此促进了棕榈油的价格高速下跌并带动了多种油脂价格的回归。

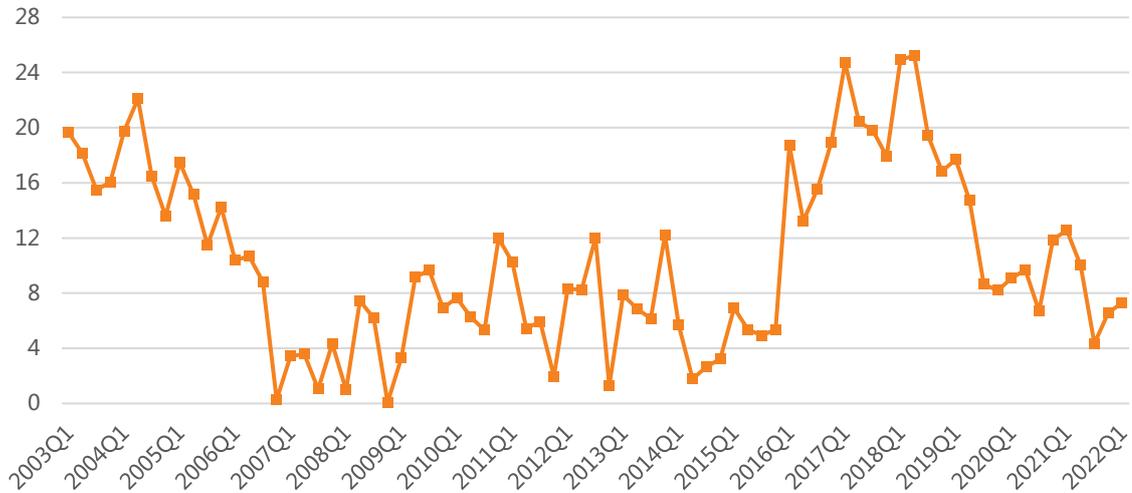
图 24：国际食用油价格走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

观察前后两图可以发现非常明显的反向相关关系，即油价的上下行周期对应下游粮油加工板块的毛利率的上下行周期的方向为相反的。

图 25：A 股上市粮油加工行业销售毛利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

粮油企业上游对接大宗原料，下游对接消费市场，毛利率显著的反向波动性是由于粮油加工企业上下游的涨价幅度差导致的。以我国市场的菜籽油品类为例：2020 年-2022 年间，油菜籽现货价格从 5000 元/吨左右升至近 7000 元/吨，涨幅近 40%，而下游销售端桶装菜籽油零售价市场价格仅从 64 元/5L 至 77 元/5L，涨幅约 20%左右，体现我国粮油企业在面对上下游的议价力有较显著差距。因此，在油料价格上行期，虽然油价也出现上涨，但粮油企业的利润空间遭到吞噬，而随着今年 5-6 月以来上游大宗油料价格开启下跌，预计油价或将继续同步下跌趋势，对应到中下游粮油加工企业盈利能力或将从低位得到显著改善。

图 26：油菜籽现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：桶装菜籽油零售价（元/5L）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 乘消费升级东风，区域龙头进军全国

3.1. 产品升级，提升公司盈利能力

3.1.1. 产品向“健康化”、“小包装化”升级

随着家庭和社会习惯的变化和国民生活水平的不断提高，消费者的消费习惯相应升级，对食用油产生了新的需求。一方面，消费者对健康油脂的需求更加旺盛，食用油作为居民获取油脂的重要来源，未来市场将更加重视油品的“营养与健康”。2022 年，中国居民膳食

指南准则建议，应控制反式脂肪酸每日摄入量不超过 2g；同时，出于健康目标，居民在日常生活中摄入油脂时，应当限制会增加胆固醇合成的饱和脂肪酸的摄入，选择相对健康的不饱和脂肪酸。除此之外，一些微量营养成分如植物甾醇、角鲨烯、谷维素、维生素 E 等虽然在食用油中含量较低，但其对人体的健康却起着至关重要的作用。对健康油脂的需求促使消费者选择更具营养价值的食用油，其中，**菜籽油、高油酸菜籽油和茶油**等因富含多种营养成分，在健康价值上有独特优势。

表 2：部分植物油的营养成分和健康优势

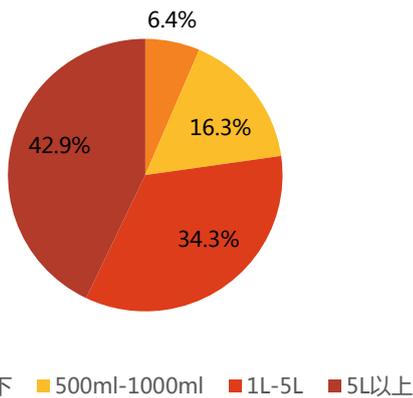
植物油品类	营养成分	健康优势
菜籽油	不饱和脂肪酸	婴幼儿大脑、神经发育所需营养成分
	维生素 E	
高油酸植物油	大量油酸	降低胆固醇 降血脂
茶油	植物甾醇、角鲨烯	降低胆固醇
	维生素 E	提高人体免疫力

资料来源：《不同物种油茶籽仁含油率及其茶油的脂肪酸组成探讨》(秦丽萍)、《食用油营养研究进展与健康声称管理现状》(陈静茹)、《解读鲁花集团：一滴油里的健康战略》(山东鲁花集团)，天风证券研究所

道道全公司自成立以来不断推出具有健康特色的食用植物油，以让“饮食更养生”作为品牌目标。公司以菜籽油系列包装油产品为经营核心，在此基础上，逐步布局更加凸显健康概念的高端油品牌。公司通过进行产能的全国布局，围绕“高产量、高含油、高油酸”的目标打造稳定的高油酸菜籽油供应链，推出营养价值更高的高油酸菜籽油、“东方山”茶油品牌，满足消费者对食用油中健康微量元素的更高需求，同时向相关竞品类高端油品(橄榄油、核桃油等)逐步渗透，打造健康植物油产品矩阵。在产品种类方面，公司不断推动产品向健康方向转型升级，满足消费者对油品日益提高的健康需求。

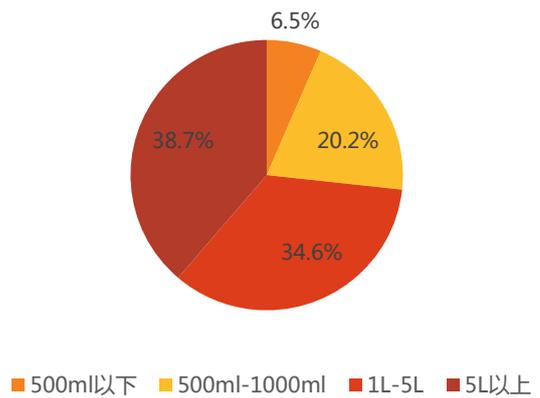
另一方面，食用植物油市场行业发展向“小包装化”趋势发展。目前我国下游食用油市场呈现消费升级趋势，小包装油占比提升明显。按零售端包装油的规格划分，0.5L-1L 规格的食用油占比提升明显，从 2010 年的 16.3%提升至 2021 年的 20.2%。

图 28：2010 年国内食用油包装规模结构 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

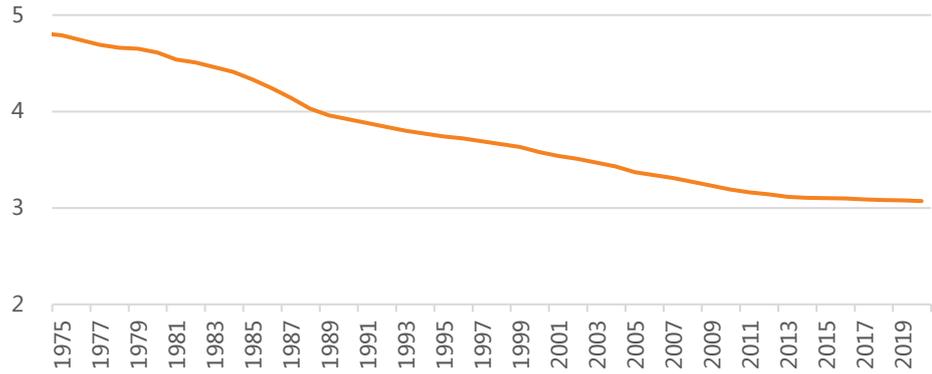
图 29：2021 年国内食用油包装规模结构 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

小规格包装的食用油近年来占比提升主要系：1) 自上世纪 70 年代以来，我国户均人口(家庭规模)明显呈缩小态势，家庭饮食作为食用油的主要消费场景，户均人口下降、家庭规模缩小会直接导致消费者对食用油的消费分散化，催动了小包装的需求。2) 随着生活水平提升，消费者对食品安全和原料的新鲜度有了更高的关注度，同时对于小型家庭来说，即使用油量较小或频率较低，在使用时过期浪费压力也较小；3) 随着居民的消费水平升级，油类的细分市场也在不断发展，逐渐推出了各类细分的油种，如亚麻籽油、葵花籽油等，对应消费者同时使用多类型的食用油进行不同的烹饪，平均下来每种油的用量较低，推动了小规格包装需求。

图 30：1975-2020 年中国平均每户人口（人/户）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

公司及时掌握行业动向，在产品包装方面紧贴消费需求趋势，以满足消费者对食用油小包装化的消费需求。公司一直以包装油为核心经营产品，按照产品规格分为小包装油和中包装油，并为此创立不同品牌，其中，“道道全”“菜子王”品牌小包装油主要面向家庭消费、“海神”品牌中包装油主要面向餐饮酒店行业，公司以供应家庭消费的小包装食用植物油为主，产品规格结构与“小包装化”的消费趋势相吻合，满足了消费者对新鲜度的要求、顺应了购物模式和家庭规模的变化趋势，兼顾了高端油品的特征。2020 年受到新冠疫情影响，面向家庭消费的小包装食用油需求增加，也给公司带来了发展小包装油的契机，目前两大小包装品牌“道道全”和“菜子王”分别成为全国菜籽油销量领先品牌和浓香风味菜籽油代表品牌。

表 3：公司包装油品牌档次划分

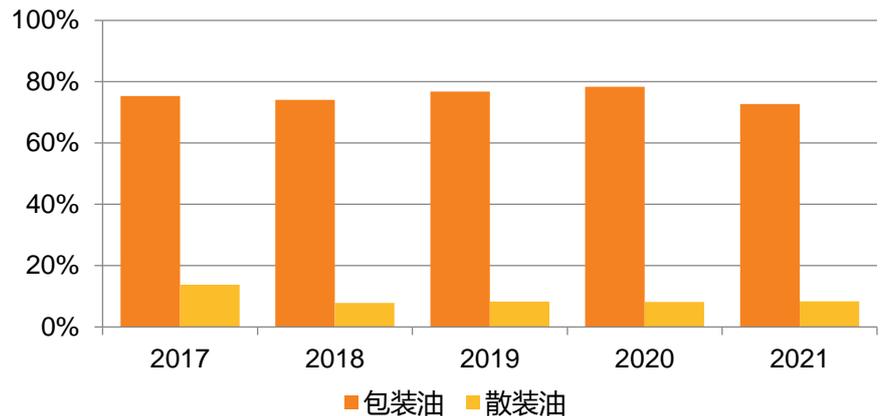
档次分类	包装油品牌
高端	
中端	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.1.2. 提高毛利水平和溢价能力，提升盈利水平

在产品类型方面，包装油的毛利率显著高于散装油，以 2020 年为例，道道全包装油和散装油的毛利率分别为 8.69%和-4.25%。公司选择毛利率更高的包装油作为主营产品，2017 年上市至今，包装油的营收占比始终保持在 70%以上；相比 2017 年，2021 年的散装油营收占比有明显下降，从 13.8%下降至 8.4%；在包装油中，小包装相比中包装的毛利率更高，售卖公司的核心产品菜籽油和着力推出的高端新产品高油酸菜籽油和茶油等在零售端也都以小包装形式进行售卖。

图 31：公司营收以包装油为主（%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

在产品定价方面，差异化定价可有效提升产品的溢价能力，从而提高盈利水平。道道全根据产品种类和品牌进行阶梯形定价，在行业内率先推出原香、醇香、本香、浓香等风味菜籽油系列产品，以 5L 包装的菜籽油为例，原香型价格比浓香型每升高出 4 元；公司着力推出的高端新产品高油酸菜籽油比普通压榨菜籽油价格高出将近 40%；新上架的“东方山”茶油每升价格几乎相当于普通菜籽油的 11 倍。产品定价的差异为溢价提供足够空间。

在公司品牌方面，品牌知名度和影响力同样是公司溢价能力的重要影响因素，品牌食用油相比非品牌具有更高的附加值。公司的“道道全”品牌拥有一定的市场认可度和品牌美誉度，为国内食用植物油主要消费品牌之一，除此之外，公司还拥有“菜子王”、“海神”等品牌。公司多年来致力于提升品牌效应，与央视、湖南卫视等合作增大宣传力度，提升品牌知名度，并且着力打造新产品和新品牌，在高油酸菜籽油上市之后，又新近推出“东方山”茶油品牌，未来即将推出橄榄油和核桃油小品类产品。多管齐下，使公司品牌力在近几年有了更大提升，在 2020 年首次进入中国品牌力指数食用油品牌排行榜便名列第十位，并在 2022 年后上升至第七名，在上市菜籽油代表品牌中有显著竞争力优势，有助于未来公司将进一步提升品牌高度，提高产品的溢价能力。

图 32：中国品牌力指数（C-BPI）食用油品牌排行榜前十

2020年			2022年		
①	金龙鱼	680.7	①	金龙鱼	735.9
②	鲁花	497.7	②	鲁花	492.9
③	福临门	428.5	③	福临门	380.7
④	胡姬花	335.4	④	胡姬花	325.9
⑤	多力	313.6	⑤	多力	272.3
⑥	香满园	285.2	⑥	香满园	271
⑦	西王	263.0	⑦	道道全	245.5
⑧	长寿花	256.7	⑧	西王	243.9
⑨	元宝	246.9	⑨	九三	230.0
⑩	道道全	243.9	⑩	刀唛	225.3

资料来源：中国品牌力指数发布平台、天风证券研究所

2022 年，湖南卫视综艺节目《向往的生活》在网上持续流行，公司也借助“黄大厨”和蘑菇屋的伙伴们一起进入了万千网友视野，有效地提升了公司在全国范围内的知名度。

图 33：道道全强化线上渠道宣传



资料来源：道道全官方微博、天风证券研究所

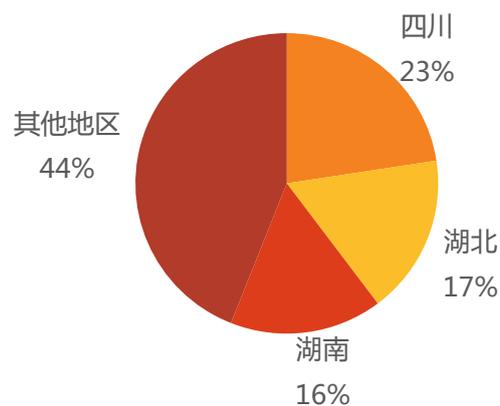
3.2. 细分赛道领跑者，销售网络进军全国

菜籽油品类细分市场领跑者。公司自成立以来一直以菜籽油系列产品为公司的经营核心，在公司把握市场先机，力推“道道全”品牌包装菜籽油系列产品，并成为食用植物油菜籽油类细分品类的代表性品牌企业。

相较于全食用油行业，菜籽油行业的竞争格局略有区别。食用油行业的集中度较高，呈现一超多强格局，2021 年食用油行业 CR3、CR5 分别为 58%和 63%。而菜籽油行业的总体集中度显著较低，暂未出现绝对龙头，行业 CR3 不足 15%，地方性品牌鱼龙混杂。而以公司产销量计算，公司 2021 年的市占率约 4.4%左右，随 2021 年下半年至今年的募投项目投产和后续的产能放量，我们预计公司有望实现产销翻倍，至 2025 年市占率有望达到 10%左右，延续公司在菜籽油行业的规模领先地位。

本地区区位优势突出，背靠主产地稳供应。公司总部位于湖南岳阳，从区位来看，四川、湖南、湖北为我国主要的油菜籽产区，公司背靠湖南主产地，有利于保持公司的主要原料油菜籽的供应稳定，公司作为湖南地区的区域性龙头，在原材料供应保证生产上具有比较明显的区位优势。

图 34：2020 年油菜籽主产区产量及比重 (%)

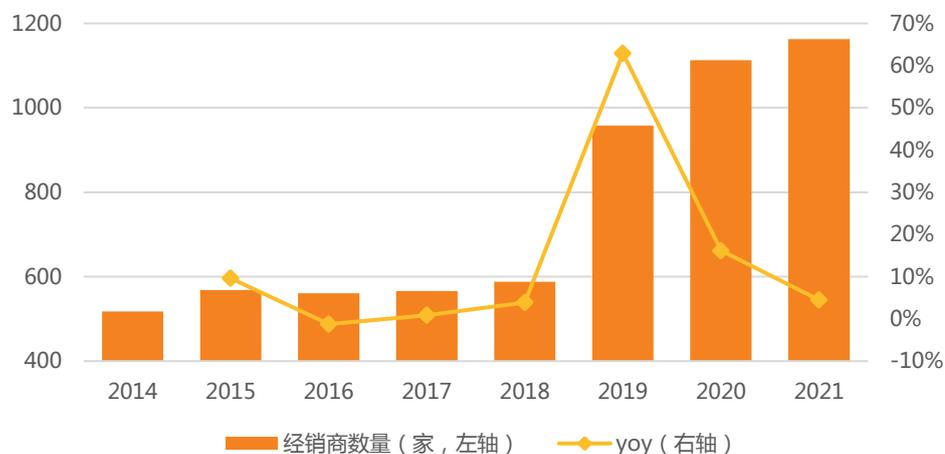


资料来源：Wind，天风证券研究所

区域性龙头，销售网络进军全国。目前公司正处于由区域性品牌向全国性品牌的扩张阶段，近年来，随着菜籽油品类的市场认可度提升和推广，以及公司全国产能布局基本完成，产品市场逐步向西北、华北、华南乃至全国市场扩张。因此近年以来特别是 2018 年以来，公司在全国的销售网络建设也同步进入了高速增长期，近 7 年间复合年均增速为 14.4%，自 2018 年以来复合年均增速 25.5%。

公司的销售主要通过分布在各省、市、县的区域经销商实现。截至 2021 年末，公司现有区域经销商 1163 家，约 70 万个直通消费者餐桌的销售网点。公司虽然和销售网点不发生直接业务往来，但是通过经销商将产品迅速发送到销售网点，并负责指导销售网点规范陈列、合理布局。为深耕市场，扩大市场规模，公司会对部分销售能力欠缺的经销商进行调整与整合。总体而言，公司的有效经销商队伍稳定且将持续不断地发展壮大。

图 35：公司经销商渠道建设今年进入高速增长期



资料来源：公司公告，天风证券研究所

菜籽油市场目前在全国范围内的快速布局，同样较多受益于近年来川菜和湘菜在餐饮行业内的渗透率提升以及在全国范围内的快速发展。在中国的八大菜系中，川菜和湘菜都善用麻辣风味的做法、采用重油的烹饪方式，因其菜品色泽上呈现油重色浓、注重激发麻辣的口感等特点，菜籽油为其烹调必需品，因此菜籽油也被称为川菜、湘菜的“百味之源”。

从品类看，在我国的众多菜系中，火锅是所有中式餐厅中市场规模最大的品类，川菜紧随其后排名第二，湘菜排名第五。2013 年至今，川菜、湘菜逐渐完成了对全国消费者的覆盖。根据美团点评统计的消费者最爱口味数据，辣、清淡和鲜是消费者最喜欢的 3 个口味，喜欢辣口味的消费者占 41.8%，喜欢清淡口味的消费者占 23.7%，喜欢鲜的口味的消费者占 20.3%，“辣食”爱好者的渗透率正在呈现上升趋势，依靠辣味对全国各区域的渗透，实现了对广大消费者味蕾的占领。

图 36：四川火锅



资料来源：去哪儿旅行网，天风证券研究所

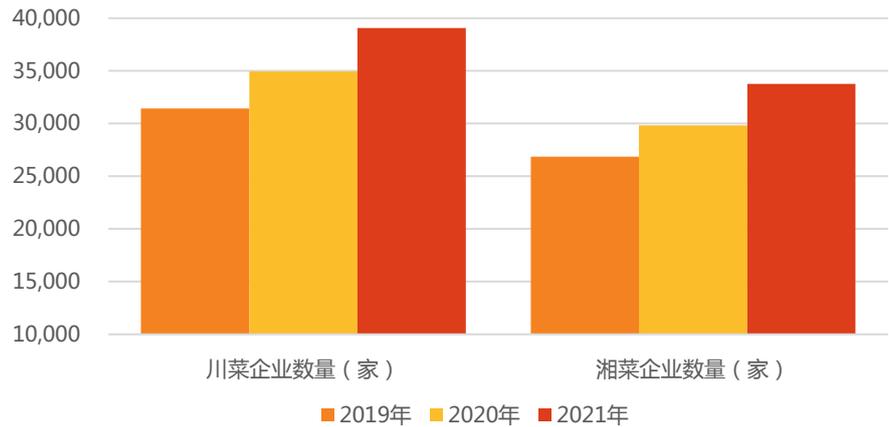
图 37：菜籽油调味是川菜、湘菜的“百味之源”



资料来源：豆果美食，天风证券研究所

因此近年间川菜和湘菜市场容量出现了快速增长。川菜、湘菜企业数量近年间出现了快速增长，截至 2021 年，企业数量分别达到为 3.9 万家和 3.4 万家，较 2019 年的增幅达到 24.2%、25.7%。

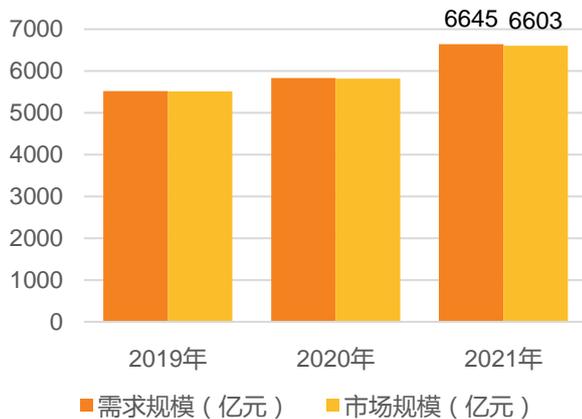
图 38：川菜、湘菜企业近年快速增长（家）



资料来源：企查查，中研普华研究院，天风证券研究所

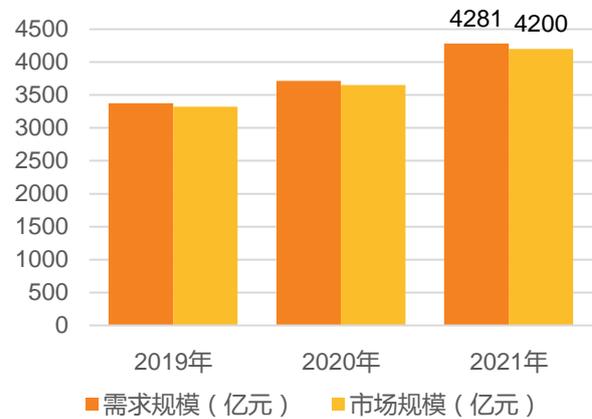
市场规模来看，2021 年川菜行业市场规模达 6603 亿元，较 2019 年增幅达 19.9%，湘菜行业市场规模 2021 年为 4200 亿元，略低于川菜行业，但较 2019 年增幅较高，达 26.5%。

图 39：川菜市场规模（亿元）



资料来源：中研普华研究院，天风证券研究所

图 40：湘菜市场规模（亿元）



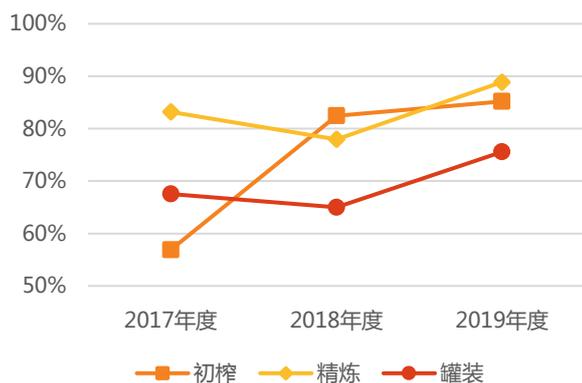
资料来源：中研普华研究院，天风证券研究所

随着全国范围内川菜、湘菜餐饮市场需求的增长，更多的餐饮企业与资本将进入川菜、湘菜餐饮行业，川菜、湘菜以其独特的文化内涵在市场上快速流行，其重油重辣的烹饪方式的广泛接受，也在加速菜籽油在全国餐饮市场的覆盖。而伴随着川菜、湘菜在全国范围内的渗透和成长，作为其二者的“百味之源”也随之快速走进全国的大街小巷，进一步带动了公司菜籽油业务在全国餐饮行业的渗透率。

4. 募投项目突破产能瓶颈，布局辐射华南片区

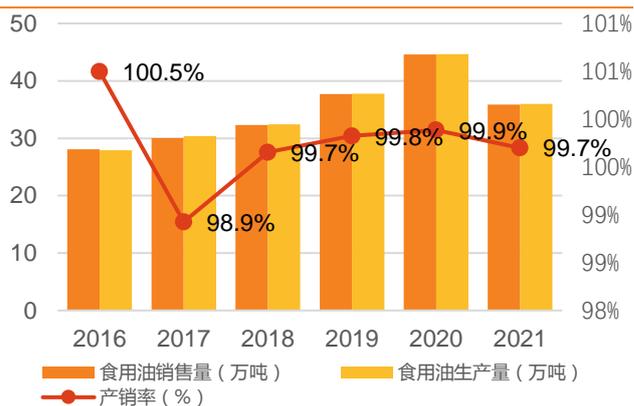
主生产基地产能趋于饱和，需求旺盛产销率长期高位，产能瓶颈限制公司菜籽油产量、销量增长。大型食用油加工企业应具有从初榨、精炼、灌装、销售完整地生产能力，以应对不断变化的政策和市场情况。公司初榨、精炼、灌装的产能利用率逐步提升，由 2017 年度的 57%、83%与 68%提升至 2019 年的 85%、89%与 76%。然而从整体来看，公司的主要生产基地岳阳子公司与重庆子公司的产能利用率已满负荷甚至超负荷生产，而华东主要生产基地南京子公司由于设备老旧，部分装置已经处于闲置状态，目前需要进一步改造更新；同时，公司产销率持续维持在高位，自 2016 年至 2021 年间，公司产销率基本维持在 100%左右，由此可见公司目前下游的市场消费需求较大，而主要生产基地产能趋于饱和导致无法满足目前的需求增长，产能瓶颈显著限制了公司销量和经营规模的增长。

图 41：2017-2019 年公司产能利用率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：2016-2021 年公司产销率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司产能瓶颈待突破，销量增长缓慢。公司的生产技术和品牌影响力较行业处于领先地位，主要产品力在长江中游地区较同行业竞争者具有明显的竞争优势，但随着公司在长江上游和下游市场的不断拓展，公司下游需求的持续释放，和公司产能不足的矛盾日益突出，迫切需要募投项目投产缓解产能不足的问题。自 2014 年至 2021 年间，公司包装食用油销售量由 21.5 万吨上升至 35.9 万吨，7 年间销量增加约 14.3 万吨，年复合增长率约 7.55%，仅在 2020 年突破至 44.6 万吨的销量。截止 2021 年，公司销量为 35.9 万吨，同比-19.7%。

图 43：公司食用油销售量 (万吨) 与 yoy (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

募投项目有望解决公司初榨生产线产能低的弊端。在 2014 至 2016 年间，公司初榨生产线合计产能利用率分别仅为 5.2%、13%、7.2%。其中，母公司和南京子公司的初榨生产线由于设备老化，使得该生产线在人工、原料、能源的耗用不再具备成本竞争的优势，因此相关设备一直处于闲置状态，准备进入报废程序；而重庆子公司初榨生产线由于当地的油菜籽资源受限导致其不能满足满负荷生产需要，造成其压榨生产线产能利用率不足的情况。而公司募集资金投资项目设立初榨生产线，从食用植物油产业链角度完善了原油加工生产能力，在保障精炼原材料资源的同时，增加大豆油料作物的初榨生产工艺，更加增大了植物油品种多元化经营渠道和综合运营抗风险能力，对拓展食用植物油和副产品深加工等技术应用领域具有积极的作用。

产业链向上延伸实现降本效应。为开发高端菜籽油产品并确保高油酸菜籽油资源供应，公司投入了“高油酸油菜产业链研究及应用”的研发项目以此向上延伸产业链。期间，公司高油酸菜的规划种植面积由 2021 年的 3.4 万亩扩种至 2022 年的 10 万亩，形成规范的高油酸菜种植规程；此外，2021 年 9 月首批高油酸菜籽油产品系列成功推行上市。此项目的研发有望在未来帮助公司打造“高质量、高含油、高油酸”的稳定高酸菜籽油供应链，减少对外部高端菜籽油资源供应的依赖，同时也使得公司成本在更加可控的范围。

募投项目有助扩大公司产能、突破产能瓶颈。在 IPO 项目中，为解决产能瓶颈这一制约公司进一步快速发展和市场拓展的关键问题，公司通过“岳阳临港新区食用油加工综合项目”

和“重庆子公司二期 600 吨/日食用油精炼项目”的投产，将形成 48 万吨/年的一级菜籽油精炼能力和 51 万吨/年的灌装能力，提升其供应能力。其中，“岳阳临港新区食用油加工综合项目”建成后形成 30 万吨/年的油料加工能力与 30 万吨/年的原油精炼能力，重庆子公司二期 600 吨/日食用油精炼项目”新建 18 万吨/年食用油精炼工程。随后并借助“营销网络建设项目”在完成长江上、中、下游的产业布局后，建立健全扩展目前的营销网络，将公司的品牌产品向全国推广。

表 4：公司在建工程陆续竣工（万元）

序号	项目名称	承诺投资金额 (亿元)	实际累计投资金 额(亿元)	项目达到预定可使用状态日期(或截止 日项目完工程度)	投资进度
1	重庆子公司“二期 600 吨/日食用油精炼项目”	1.20	1.20	2019 年 6 月	100%
2	营销网络建设项目	2.77	2.77	2019 年 12 月	100%
3	靖江食用油加工综合项目一期 (精炼和包装)	2.00	2.00	2021 年 8 月	100%
4	岳阳食用油加工项目二期	1.00	1.00	2021 年 9 月	100%
5	茂名食用油加工项目	3.30	1.46	2022 年 6 月	44%

资料来源：Wind，天风证券研究所（注：数据截止于 2021 年 12 月 31 日，茂名项目实际于 2022 年 8 月初建成投产）

2020 年非公开发行的募投项目包括岳阳二期、广东茂名及江苏靖江食用油加工项目。其中，“岳阳食用油加工项目二期”全额达产后可年产小包装高油酸菜籽油、冷榨榨茶油、橄榄油、核桃油等高端食用油 5 万吨；“靖江食用油加工综合项目一期（精炼和包装）”与全额达产后可分别年产包装食用油 30 万吨。项目建成后将加快推动公司加速调整现有压榨产能，完善区域布局，优化公司产品结构，提升公司产品竞争力和盈利能力。

其中，茂名基地投产对公司的市场布局和产业链一体化规划有较重大意义。茂名项目规划总投资约 10 亿元，是公司的近年最大规模的投资项目，建成后将新增 60 万压榨产能、30 万吨精炼产能，以及 30 万吨灌装产能，为公司目前最大的产能工厂。茂名基地是公司逐步实现产业链“一体化”的重点规划的一环，同时也对帮助公司强势进军和推进华南市场的开发具有重要的战略意义；除此以外，茂名工厂依托于茂名沿海港区的优势，水运优势突出，促进公司融入粮油行业国际大循环，为获取国际优质原材料资源奠定基础。

募投项目陆续投产，突破产能瓶颈限制。截止 2020 年，公司原有初榨产能为 34.5 万吨，精炼产能为 53 万吨，灌装产能为 41.4 万吨，随后 2021 年，公司岳阳二期、广东茂名及江苏靖江食用油加工项目的完工投产，2022 年 8 月初，公司大型一体化茂名项目建成投产，今年年内公司的初榨、精炼、灌装产能将会分别提升至 100.5 万吨、114.5 万吨与 110.4 万吨，产能受限问题将有望得到有效缓解。

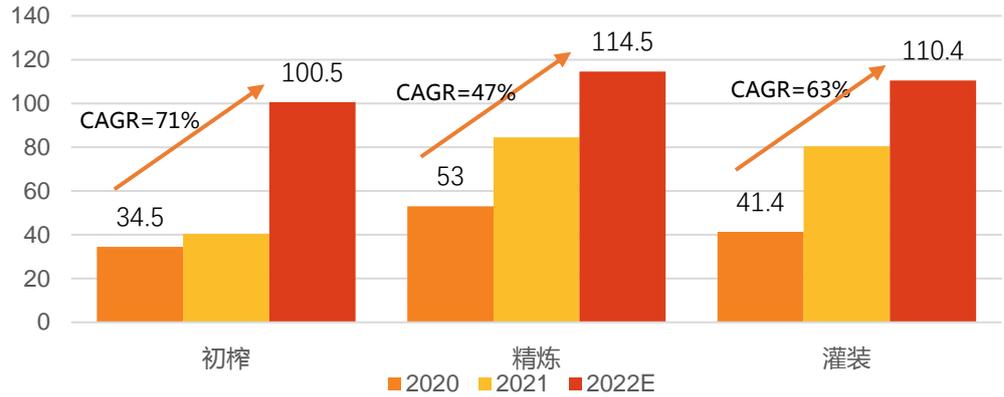
表 5：公司产能募投项目新增产能（万吨）

子公司/工厂	原有			新增			合计
	岳阳子公司	重庆子公司	绵阳菜籽王	岳阳二期	茂名子公司	靖江子公司	
初榨	30	1.5	3	6	60	-	100.5
精炼	30	18	5	1.5	30	30	114.5
灌装	30	9	2.4	9	30	30	110.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

预计公司 2019-2022 两年间迅速实现产能倍增。假定投产进度正常，我们预计公司 2022 年较 2020 年，初榨、精炼、灌装三项产能的年均复合增速分别达到 71%、47%、63%，**公司产能实现倍增，叠加周期性机会公司毛利预期改善，上行周期产销放量，公司迎来自来量利齐升！**

图 44：公司产能梳理与预测（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 投资建议

随着油料和食用油价格进入下行阶段，食用油加工行业的利润空间正在步入上行期。“十四五”规划下菜籽油行业预期迎来重要成长，公司作为菜籽油赛道的行业领跑企业，享受利润改善及行业成长的双增长；公司作为区域性食用油品牌龙头，近年积极转型进军全国，渠道铺设具有显著性突破，同时强化多品牌、多产品的业务布局，叠加年内项目投产实现产能翻倍，产能瓶颈将被突破，菜籽油产销量有望进入快速放量期。

表 6：道道全盈利预测（百万元）

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
包装菜籽油	销量（万吨）	40.2	31.9	45.8	70.6	79.4
	收入（百万元）	4141.0	3962.7	5190.7	6703.2	7541.1
	毛利润（百万元）	360.0	71.8	336.3	670.3	904.9
	毛利率（%）	8.7%	1.8%	6.5%	10.0%	12.0%
散装菜籽油	销量（万吨）	4.5	3.9	5.1	7.8	8.8
	收入（百万元）	429.2	458.9	531.8	705.6	793.8
	毛利润（百万元）	-18.2	20.1	17.1	28.2	31.8
	毛利率（%）	-4.2%	4.4%	3.2%	4.0%	4.0%
菜籽油合计	销量（万吨）	44.6	35.9	50.9	78.4	88.2
	收入（百万元）	4570.2	4421.6	5722.5	7408.8	8334.9
	毛利润（百万元）	341.8	91.9	353.5	698.5	936.7
	毛利率（%）	7.5%	2.1%	6.2%	9.4%	11.2%
粕类	收入（百万元）	684.6	973.5	1596.3	2400.0	2250.0
	毛利润（百万元）	19.4	-45.9	29.6	72.0	67.5
	毛利率（%）	2.8%	-4.7%	1.9%	3.0%	3.0%
其他	收入（百万元）	32.5	54.3	58.1	90.0	100.0
	成本（百万元）	11.3	11.8	25.9	18.0	20.0
	毛利润（百万元）	21.2	42.5	32.1	72.0	80.0
	总收入（百万元）	5,287.3	5,449.5	7,376.8	9,898.8	10,684.9
合计	总成本（百万元）	4,904.8	5,360.9	6,959.2	9,056.3	9,600.7
	总毛利（百万元）	382.5	88.6	417.6	842.5	1,084.2
	毛利率（%）	7.2%	1.6%	5.7%	8.5%	10.1%
	收入增速（%）	28.4%	3.1%	35.4%	34.2%	7.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计 2022-2024 年公司实现收入 73.77/98.99/106.85 亿元,同增 35.37%/34.19%/7.94%, 预计实现归母净利润 0.93/3.41/5.06 亿元, 对应 PE 49.58/13.51/9.12 倍, 对应 EPS 0.26/0.95/1.41 元。

选取食用油行业龙头金龙鱼 (300999.SZ), 以及和道道全同属农产品加工类型的企业中粮科技 (000930.SZ)、中粮糖业 (600737.SH)、双塔食品 (002481.SZ) 作为可比公司进行比较, 对应 2023 年 PE 预期均值为 20 倍。对比公司历史估值水平, 我们认为公司当前估值中枢受到去年负业绩较大影响, 考虑到未来随公司盈利转正, 且伴随板块盈利机会, 公司的毛利率有望进入上行改善期, PE 水平及估值中枢应当提升。看好公司菜籽油细分赛道的行业领跑地位, 给予公司 2023 年 20 倍 PE, 对应目标市值约 70 亿元, 目标价格 19.0 元。

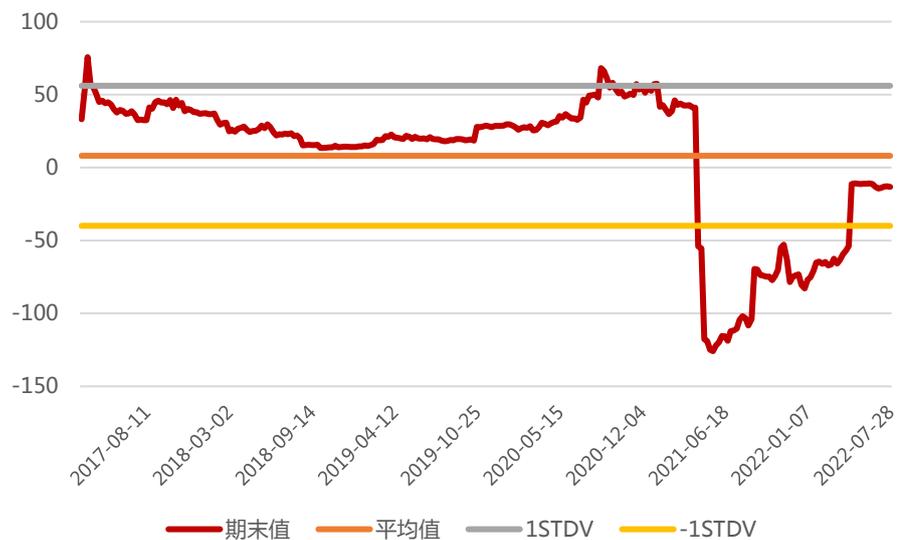
表 7: 行业可比公司估值一致预测 (Wind 一致预期)

	PE			EPS		
	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
金龙鱼 (300999.SZ)	82.58	41.49	32.36	0.76	1.09	1.39
中粮科技 (000930.SZ)	17.90	11.58	10.20	0.61	0.72	0.82
中粮糖业 (600737.SH)	38.70	14.05	12.20	0.24	0.50	0.58
双塔食品 (002481.SZ)	39.59	31.64	27.08	0.22	0.25	0.29
均值	44.69	24.69	20.46	0.46	0.64	0.77

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 数据截止 2022 年 8 月 3 日收盘

图 45: 道道全历史 PE 水平



资料来源: Wind, 天风证券研究所

6. 风险提示

- 1、原材料价格波动风险。公司目前原材料主要来自于国内产地和国外进口两种方式，目前国际、国内油料价格处于快速波动期，公司积极采用套期保值、并积极调整订单和订购情况，但并不能完全避免原料波动对公司经营带来的波动风险。公司利用期货稳定原材料成本和产品成品价格的波动，同时也会因持有期货而产生期货价值波动风险。
- 2、食品安全与质量控制风险。国家高度重视食品安全，消费者安全意识、维权意识逐渐增强。公司目前已经通过 ISO9001、ISO22000 等认证，并制定从原材料采购到产品生产等系列质量管理体系并严格实施，但并不能完全排除食品安全事件发生的可能性。
- 3、市场竞争加剧的风险。公司和央企、大型跨国食用植物油加工企业相比仍存在一定差距。
- 4、产业政策风险。我国的油料油脂对国际市场的依存度很高，60%以上的原料依赖进口。
- 5、流通市值较小，近期股价波动较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	381.61	412.63	590.14	791.90	854.79
应收票据及应收账款	85.92	83.28	58.86	162.05	94.69
预付账款	210.47	149.87	250.05	330.91	290.84
存货	875.34	858.13	1,262.22	1,826.74	1,367.65
其他	200.46	269.58	469.05	352.21	360.10
流动资产合计	1,753.81	1,773.49	2,630.33	3,463.82	2,968.07
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	739.28	1,447.09	1,359.77	1,272.45	1,185.13
在建工程	711.15	571.09	571.09	571.09	571.09
无形资产	161.31	155.97	150.72	145.46	140.21
其他	92.38	174.96	100.73	114.64	120.68
非流动资产合计	1,704.13	2,349.11	2,182.31	2,103.64	2,017.11
资产总计	3,457.94	4,122.59	4,812.63	5,567.46	4,985.18
短期借款	760.95	809.02	1,204.61	1,103.17	462.41
应付票据及应付账款	299.29	455.76	295.89	816.84	367.86
其他	166.85	97.48	582.19	668.31	627.97
流动负债合计	1,227.08	1,362.25	2,082.69	2,588.33	1,458.24
长期借款	0.00	0.00	90.77	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.19	84.69	85.92	87.64	87.61
非流动负债合计	92.19	84.69	176.69	87.64	87.61
负债合计	1,572.16	1,672.77	2,259.39	2,675.97	1,545.85
少数股东权益	61.34	56.02	58.22	61.71	67.17
股本	289.00	359.00	359.00	359.00	359.00
资本公积	1,050.04	1,769.93	1,769.93	1,769.93	1,769.93
留存收益	693.57	474.18	558.36	904.10	1,444.84
其他	(208.17)	(209.31)	(192.25)	(203.25)	(201.60)
股东权益合计	1,885.77	2,449.83	2,553.25	2,891.49	3,439.33
负债和股东权益总计	3,457.94	4,122.59	4,812.63	5,567.46	4,985.18

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	(77.15)	(198.05)	93.04	341.46	505.90
折旧摊销	61.42	71.31	92.57	92.57	92.57
财务费用	4.58	32.40	40.47	45.30	26.98
投资损失	193.00	73.66	8.19	44.11	79.74
营运资金变动	(167.30)	(234.20)	(505.46)	(36.84)	63.24
其它	41.92	167.54	1.82	3.45	5.11
经营活动现金流	56.46	(87.33)	(269.38)	490.04	773.55
资本支出	712.38	641.22	(1.24)	(1.72)	0.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,319.10)	(1,314.45)	(5.75)	(42.39)	(79.77)
投资活动现金流	(606.73)	(673.24)	(6.98)	(44.11)	(79.74)
债权融资	762.54	17.61	445.90	(237.51)	(667.75)
股权融资	(66.53)	788.75	7.96	(6.66)	36.83
其他	(16.98)	(37.61)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	679.03	768.75	453.86	(244.17)	(630.92)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	128.76	8.18	177.51	201.76	62.89

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,287.32	5,449.47	7,376.78	9,898.81	10,684.91
营业成本	4,904.84	5,360.90	6,959.16	9,056.26	9,600.72
营业税金及附加	11.74	14.25	15.16	24.75	26.71
销售费用	169.47	118.40	149.41	197.98	213.70
管理费用	71.02	83.87	77.98	98.99	106.85
研发费用	4.93	5.76	7.21	9.90	10.68
财务费用	(1.59)	30.46	40.47	45.30	26.98
资产/信用减值损失	(16.94)	(49.43)	(3.18)	(16.20)	(19.89)
公允价值变动收益	(16.00)	14.29	(0.60)	0.00	0.00
投资净收益	(193.00)	(73.66)	(8.19)	(44.11)	(79.74)
其他	399.94	195.87	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	(47.09)	(251.24)	115.41	405.33	599.63
营业外收入	3.99	2.49	3.19	2.94	3.15
营业外支出	2.01	(0.34)	2.19	2.51	1.59
利润总额	(45.10)	(248.41)	116.41	405.77	601.19
所得税	32.05	(50.36)	20.95	60.87	90.18
净利润	(77.15)	(198.05)	95.46	344.90	511.01
少数股东损益	(0.66)	(6.07)	2.42	3.45	5.11
归属于母公司净利润	(76.50)	(191.99)	93.04	341.46	505.90
每股收益(元)	(0.21)	(0.53)	0.26	0.95	1.41

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	28.43%	3.07%	35.37%	34.19%	7.94%
营业利润	-127.74%	433.55%	-145.93%	251.22%	47.93%
归属于母公司净利润	-159.38%	150.96%	-148.46%	267.01%	48.16%
获利能力					
毛利率	7.23%	1.63%	5.66%	8.51%	10.15%
净利率	-1.45%	-3.52%	1.26%	3.45%	4.73%
ROE	-4.19%	-8.02%	3.73%	12.07%	15.00%
ROIC	-5.71%	-8.10%	4.86%	12.29%	17.47%
偿债能力					
资产负债率	45.47%	40.58%	46.95%	48.06%	31.01%
净负债率	20.12%	16.18%	27.62%	10.76%	-11.41%
流动比率	1.19	1.12	1.26	1.34	2.04
速动比率	0.59	0.58	0.66	0.63	1.10
营运能力					
应收账款周转率	85.18	64.42	103.80	89.62	83.24
存货周转率	5.96	6.29	6.96	6.41	6.69
总资产周转率	1.72	1.44	1.65	1.91	2.03
每股指标(元)					
每股收益	-0.21	-0.53	0.26	0.95	1.41
每股经营现金流	0.16	-0.24	-0.75	1.37	2.15
每股净资产	5.08	6.67	6.95	7.88	9.39
估值比率					
市盈率	-60.30	-24.03	49.58	13.51	9.12
市净率	2.53	1.93	1.85	1.63	1.37
EV/EBITDA	-1,152.90	-94.27	20.71	8.39	5.44
EV/EBIT	-84.65	-45.42	32.67	10.00	6.19

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com