

公司点评
道道全 (002852)
农林牧渔 | 农产品加工
菜籽油细分领域龙头，长期成长空间广阔、路径清晰

2021年10月11日

评级 **谨慎推荐**

评级变动 首次

合理区间 **13.6-18.2 元**
交易数据

当前价格 (元)	14.68
52周价格区间 (元)	11.27-21.83
总市值 (百万)	4242.52
流通市值 (百万)	3165.30
总股本 (万股)	28900.00
流通股 (万股)	21562.01

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
道道全	6.45	2.30	-18.93
沪深300	1.31	-3.01	-5.40

邹建军

执业证书编号: S0530521080001

分析师

0731-84403452

杨苑

yangyuan@cfzq.com

研究助理

0731-84403490

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4117	5287	5094	6480	7418
归母净利 (百万元)	129	-76	202	263	332
每股收益 (元)	0.45	-0.26	0.70	0.91	1.15
每股净资产 (元)	6.81	6.31	6.87	7.60	8.52
P/E	32.93	-55.46	20.98	16.14	12.78
P/B	2.16	2.33	2.14	1.93	1.72

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 菜籽油细分市场的代表性品牌。**道道全粮油股份有限公司主要从事食用植物油的研发、生产和销售。公司抓住包装菜籽油细分市场没有知名品牌的市场空缺，自成立以来一直以包装菜籽油系列产品为经营核心，已逐步成为菜籽油细分领域的领导品牌。目前公司销售市场主要集中在长江流域，其中在长江中游区域的市场优势地位明显。
- 菜籽油渗透率仍有提升空间，市场份额有望向龙头企业集中。**当前我国食用植物油市场整体进入成熟阶段，需求量增速平缓。菜籽油具备较高的营养价值，是优质的食用油品种，目前菜籽油消费量占食用植物油的比重约24%，较排名第一的大豆油（约43.5%）仍有较大差距。目前菜籽油消费群体主要集中在长江流域，渗透率仍有较大的提升空间。我国菜籽油加工行业中小企业比重较大，行业内低端产品较多，利润相对较低。随着食品安全监管政策趋严、消费者健康意识提高，品牌形象良好、产品质量较高的龙头企业的竞争优势日益显现，有望收获更大的市场份额。
- 长期成长空间广阔、发展路径清晰。**产能方面，岳阳二期、广东茂名及江苏靖江食用油加工项目完工投产后，产能受限问题将得到有效缓解，产业布局更加完善，有利于促进新兴市场的开拓、丰富公司产品品类，进一步提升公司的综合竞争力。产品方面，公司正着力推出高油酸菜籽油、茶油等高端新产品，未来还将推出橄榄油、核桃油等小品类油品。高附加值小品类产品的推出将以进一步丰富公司产品矩阵、优化产品结构，同时有利于提升品牌高度，可作为高线城市市场拓展的突破口。市场方面，公司坚持执行“深耕华中、西南，发展西北、华东、华南，开发华北、东北等区域市场”的市场发展战略规划，华中核心市场基本盘稳固，西南、华东市场呈稳步增长趋势，西北、华北、华南市场开拓也取得显著成效。品牌方面，公司坚持品牌化运营理念，品牌知名度和影响力不断提升，为实现全国化市场拓展奠定了良好的品牌基础。
- 原材料价格波动，短期利润承压，静待业绩改善。**2020年4月以来油脂价格走出单边上行行情，全年菜籽原油价格涨幅达40%以上，给公司成本端造成较大冲击。公司积极应对并采取减措施减缓原材料价格上

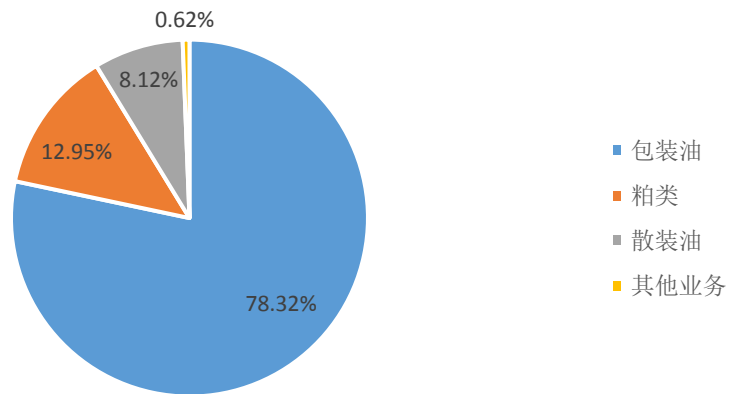
涨的冲击，2020年底率先进行促销政策的调整，今年1月上调部分产品终端价格。我们认为原材料价格持续上涨的风险已在逐步释放，随着供给端压力逐步缓解，未来价格大概率向真实工业需求回归，继续大幅上涨的风险较小。面对原材料价格的不确定性，公司积极利用套期保值来规避市场价格风险，新增菜籽初榨产能投产后公司原材料选择能力进一步增强，叠加前期产品提价效应逐步显现，预计公司业绩大幅下行的风险有限。当前经销商库存去化进展较好，月订单量已恢复至正常水平，若后续原材料价格松动并逐步下行，叠加宏观逆周期调节政策对消费的促进作用，公司业绩有望迎来显著改善。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 50.9/64.8/74.2 亿元，同比 -3.7%/+27.2%/+14.5%；归母净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元，同比 +364.3%/+30.0%/+26.3%；EPS 分别为 0.70/0.91/1.15 元/股。考虑到公司品牌势能持续向上、未来成长空间广阔、发展路径清晰，给予 22 年 15-20 倍 PE，对应股价合理区间为 13.6-18.2 元，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；原材料价格大幅上涨风险；消费力下行风险；行业竞争加剧风险；市场拓展不及预期风险。

1 公司简介：菜籽油细分行业领军企业

道道全粮油股份有限公司系由湖南巴陵油脂有限公司于2014年整体变更设立的股份有限公司。公司主要从事食用植物油的研发、生产和销售，目前以包装菜籽油类为主要产品，此外，公司在食用植物油的生产过程中还会产生副产品，如豆粕和菜粕等粕类、皂脚等，主要用于饲料加工和油脂化工，另有散装油销售给食品加工企业或其他油脂企业。公司包装菜籽油类产品分为主要面向家庭消费的小包装油（代表品牌：道道全、菜子王），以及主要面向餐饮酒店行业的中包装油（代表品牌：海神、金菜王）。

图 1：道道全收入结构（2020 年年报）



资料来源：公司公告，财信证券

图 2：公司产品代表品牌

分类	包装油产品	
小包装油		
中包装油		

资料来源：公司公告，财信证券

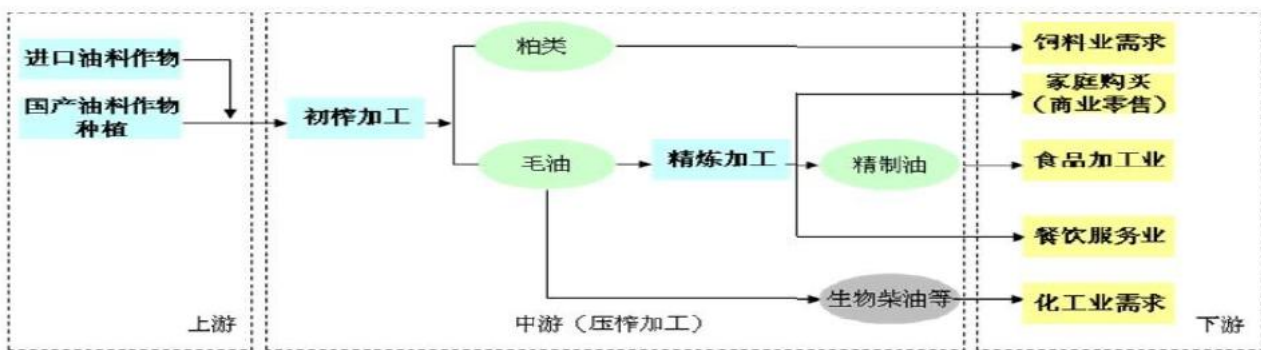
菜籽油细分市场代表性品牌。我国食用植物油行业集中度较高，三大食用植物油品牌“金龙鱼”、“福临门”、“鲁花”占据食用植物油约七成的市场份额。公司抓住包装菜籽油细分市场没有知名品牌的市场空缺，自成立以来一直以包装菜籽油系列产品为经营核心，已逐步成为菜籽油细分领域的领导品牌。2020 年公司包装菜籽油类产品销量超过 40 万吨，占包装菜籽油细分市场的份额约为 20%，处于领导地位。

销售市场目前集中在长江流域。公司发展初期，将以湖南、湖北、江西为核心的长江中游区域作为重点市场，充分利用长江中游区域是我国油菜籽生产最集中的区域的区位优势，快速奠定此区域的市场优势地位。此后公司逐步将销售范围向长江上下游拓展，有效利用长江水系的货运优势来实现沿长江流域的产业布局，目前长江流域省份销售收入贡献超过 80%。

2 行业分析：菜籽油渗透率仍有提升空间，市场份额有望向龙头企业集中

食用植物油产业链主要包括油料作物种植、压榨、精炼、包装和渠道销售等环节，其中产业链上游原材料的供应是核心环节。我国食用植物油生产原材料国内供给量有限，大部分依赖从国际市场进口，食用植物油市场的原料供应的大部分份额均被 ADM、邦吉、嘉吉和路易达孚等跨国粮商控制。在四大主要油种（大豆油、菜籽油、棕榈油、花生油）中，棕榈油原材料几乎全部依赖进口，大豆油对进口的依赖程度也较高，而菜籽油的自给率相对最高。

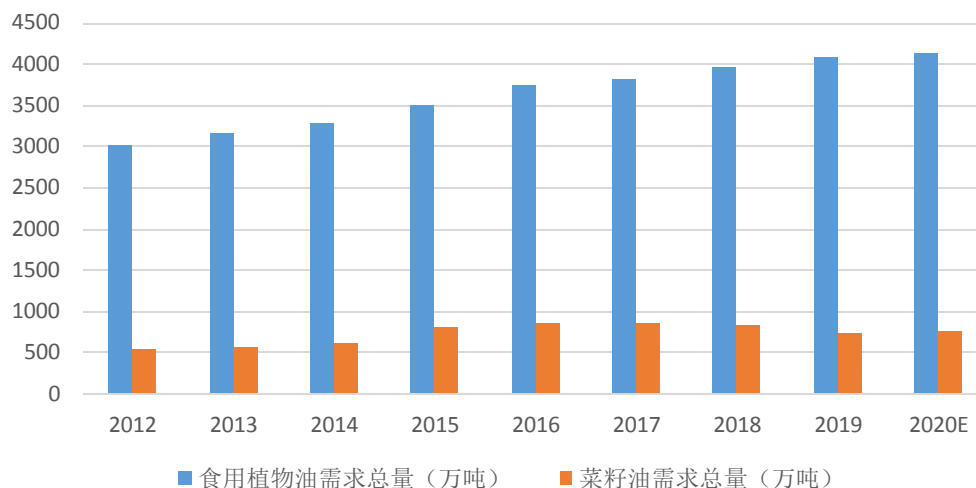
图 3：食用植物油产业链



资料来源：招股说明书，财信证券

食用植物油行业整体进入成熟阶段，菜籽油品类渗透率仍有提升空间。食用植物油是日常生活必需消费品，具有一定的需求刚性属性。2012-2016 年食用植物油需求总量 CAGR 为 5.5%，随着食用植物油渗透率进一步提升，需求量增速略有所放缓，2017-2020 年 CAGR 为 2.4%。菜籽油是消费量仅次于大豆油的第二大植物油品种，目前菜籽油消费量占食用植物油的比重约 24%，较大豆油（约 43.5%）仍有较大差距。从饱和脂肪酸与不饱和脂肪酸的含量和比例来看，菜籽油具有比大豆油更高的营养价值，是优质的食用油品种。菜籽油需求总量 2012-2016 年 CAGR 为 12.0%，显著高于行业增速，2016 年后需求总量略有下滑。当前菜籽油消费群体主要集中在长江流域，渗透率仍有较大的提升空间。随着菜籽油品类的消费者教育持续推进，市场对菜籽油高性价比的认可度逐步提升，预计未来菜籽油细分行业将保持稳定增长。

图 4：食用植物油与菜籽油需求总量（万吨）



资料来源：国家粮油信息中心，财信证券

菜籽油加工行业目前中小企业众多，未来行业资源有望向优势企业集中。目前我国的菜籽油加工企业中传统的中小型菜籽工厂产能比重依然较大，这些企业设备落后，劳动生产率低，油菜籽加工技术总体水平仍属初加工技术范畴，深加工水平还较落后，行业内低端产品较多，利润相对较低。随着食品安全监管政策趋严、消费者健康意识提高，品牌形象良好、产品质量较高的龙头企业的竞争优势日益显现，有望收获更大的市场份额。参考其他食品加工子行业的发展历程，预计未来菜籽油细分行业中企业间的联合、兼并和重组等情况会愈加频繁，这有利于淘汰落后产能、促进资源整合，推动油菜籽加工业向规模化、大型化、集团化方向发展。

食用植物油消费模式正经历包装油替代散装油的过程。一方面，随着我国经济的发展，我国消费者越来越重视食品消费的安全问题，过去普遍使用散装油的餐饮行业在“禁散令”的影响下，逐渐向使用中包装植物油转移。另一方面，随着城镇化的深入推进，越来越多农村人口转变为城镇人口，原来使用自榨散装油的消费习惯也逐步转变为从终端消费渠道采购包装油。因此以包装油生产销售为主的头部企业取得了较快的增长。消费升级趋势下，包装油替代散装油仍有较大空间，由于包装油毛利率水平高于散装油，头部企业盈利水平有进一步提升的动力。

3 公司长期成长空间广阔、发展路径清晰

完善产能布局，提升综合竞争力。公司产能分布在湖南岳阳、重庆、四川绵阳与江苏南京，其中岳阳子公司系主要生产基地，拥有初榨、精炼和灌装产能各 30 万吨。公司于 2019 年开始建设的岳阳二期、广东茂名及江苏靖江食用油加工项目均将完工投产。项目投产后，产能受限问题将得到有效缓解，产业布局更加完善，有利于促进新兴市场的开拓、丰富公司产品品类，进一步提升公司的综合竞争力。

表 1: 道道全产能情况 (万吨)

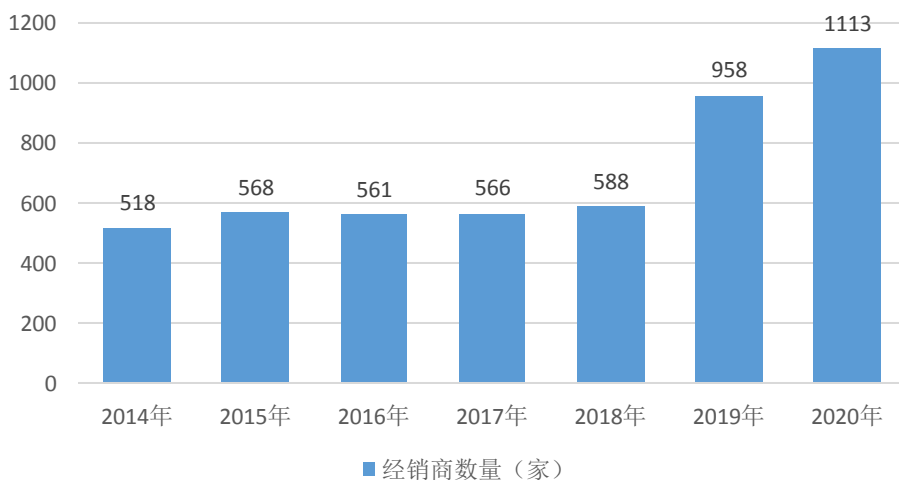
	子公司/工厂	初榨	精炼	灌装
现有	岳阳	30	30	30
	重庆	1.5	18	15
	绵阳	3	5	3.6
新增	岳阳二期	6	1.5	9
	茂名	60	30	30
	靖江	-	30	30

资料来源: 公司公告, 财信证券

推出高油酸菜籽油、茶油等新品, 丰富产品矩阵, 提升盈利能力。公司顺应“品牌化”、“小包装化”、“高端化”和“细分化”的行业发展趋势, 正着力推出高油酸菜籽油、茶油等高端新产品, 未来还将推出橄榄油、核桃油等小品类油品。高附加值小品类产品的推出将以进一步丰富公司产品矩阵、优化产品结构, 同时有利于提升品牌高度, 可作为高线城市市场拓展的突破口。当前高端产品高油酸菜籽油已进入市场导入阶段, 茶油新品也将于近期正式推出, 销售部门目标清晰、积极性较高。高端新品的毛利率较传统产品有较大幅度提升, 随着其销售规模逐步扩大, 公司盈利能力有望进一步提升。

市场拓展成效显著, 销售渠道稳步扩张。市场方面, 公司坚持执行“深耕华中、西南, 发展西北、华东、华南, 开发华北、东北等区域市场”的市场发展战略规划, 华中核心市场基本盘稳固, 西南、华东市场呈稳步增长趋势, 西北、华北、华南市场开拓也取得显著成效。**渠道方面,**目前公司渠道以三四线城市流通市场为主, 销售主要通过区域经销商来实现。2019年以来公司经销商队伍加速扩张, 截至2020年末, 公司有区域经销商1113家, 拥有超过67万个直通消费者餐桌的销售网点, 销售网络覆盖面积显著扩大。在大力推进传统渠道建设的同时, 公司亦积极探索KA现代渠道、电商等新零售渠道, 2020年4月公司设立营销子公司对接大型KA卖场及新零售渠道, 近期又设立电商子公司以加强线上渠道的布局, 构建起多元、立体的渠道体系。

图 5: 公司经销商数量 (家)



资料来源: 公司公告, 财信证券

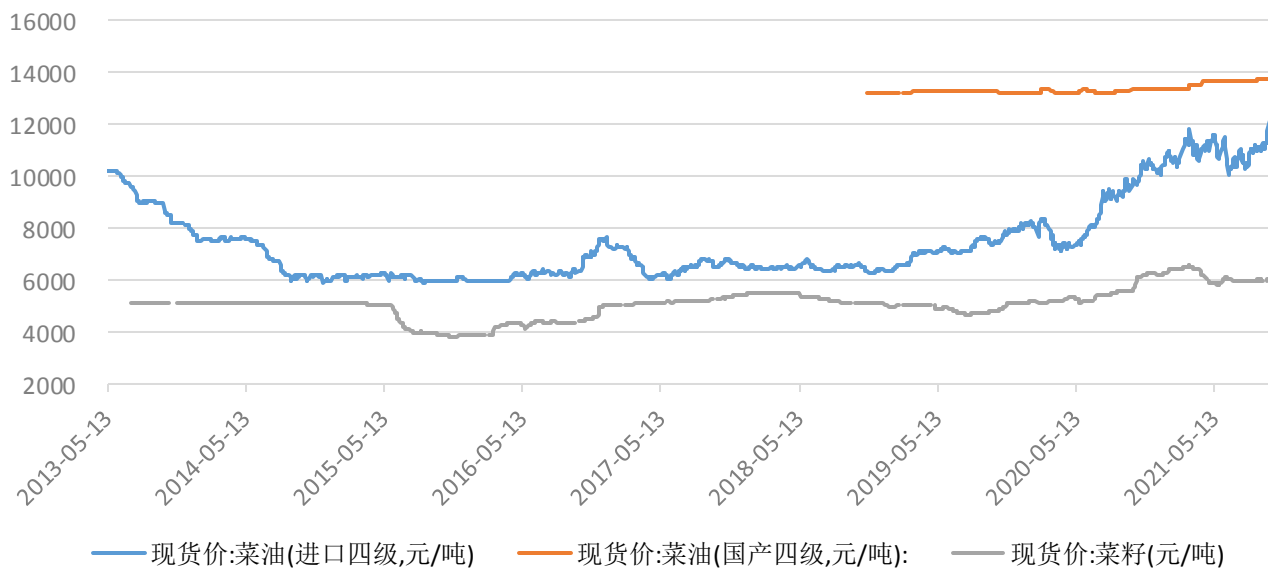
公司坚持品牌化运营理念，品牌知名度不断提升。近年来加大对“道道全”品牌的广告资源投入，如通过冠名《开门大吉》、《向往的生活》、《中餐厅》等电视节目，与央视、湖南卫视等优质媒体合作进行品牌推广，促进品牌在全国的知名度和影响力持续提升，为实现全国化市场拓展奠定了品牌基础。同时对于两湖、重庆等重点市场进行区域线上广告投放，巩固在核心区域的品牌地位。

增强成本控制能力，提升经营稳定性。为了有效减小原材料和产成品的价格波动对公司经营业绩带来的不利影响，公司利用商品期货这一套期保值工具规避市场价格波动风险，保证公司经营的稳定性和可持续性。此外，即将投产的广东茂名工厂具备 60 万吨菜籽初榨能力，待茂名工厂投产后，公司将具备更大的原材料选择权，可依据菜籽原油及油菜籽的盘面价格决定采购菜籽原油或油菜籽作为原材料，进一步增强成本端的控制能力。

4 原材料价格波动，短期利润承压，静待业绩改善

原材料价格波动较大，公司业绩短暂承压。2019 年以来我国菜籽油价格突破震荡区间开始上行，公司于 2019Q3 与 2020 Q1 两次提价以对冲成本压力，两次提价幅度累计接近 10%，但盈利能力仍受到原材料涨价的冲击。2020 年初油菜籽价格短期快速回落，但此后受全球疫情、全球流动性宽松等因素的影响，2020 年 4 月开始油脂价格重新走出单边上行行情，全年菜籽原油价格涨幅达 40% 以上，再次给公司成本端造成较大冲击。公司积极应对并采取措施减缓原材料价格上涨的冲击，于 2020 年底率先进行促销政策的调整，今年 1 月上调部分产品终端价格。考虑到主要原材料进口国菜籽减产、全球流动性宽松推升大宗商品价格等因素，短期油菜籽、菜籽原油等原材料价格或将高位震荡，短期业绩仍面临一定的压力。

图 6：菜籽油与油菜籽价格走势（元/吨）



资料来源：同花顺，财信证券

原材料价格上涨风险逐渐释放完毕，静待业绩改善。此轮油菜籽、菜籽原油价格大幅上涨，已处于历史高位区间。结合当前宏观环境并参考其他大宗商品价格变动规律，我们认为原材料价格持续上涨的风险已在逐步释放，随着供给端压力逐步缓解，未来价格大概率向真实工业需求回归，继续大幅上涨的风险较小。面对原材料价格的不确定性，公司积极利用套期保值来规避市场价格风险，新增菜籽初榨产能投产后公司原材料选择能力进一步增强，叠加前期产品提价效应逐步显现，预计公司业绩大幅下行的风险有限。当前经销商库存去化进展较好，月订单量已恢复至正常水平，若后续原材料价格松动并逐步下行，叠加宏观逆周期调节政策对消费的促进作用，公司业绩有望迎来显著改善。

5 盈利预测与投资建议

我们预计 2021-2023 年公司营业总收入分别为 50.9/64.8/74.2 亿元，同比 -3.7%/+27.2%/+14.5%；归母净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元，同比+364.3%/+30.0%/+26.3%；EPS 分别为 0.70/0.91/1.15 元/股。考虑到公司品牌势能持续向上、未来成长空间广阔、发展路径清晰，给予 22 年 15-20 倍 PE，对应股价合理区间为 13.6-18.2 元，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

食品安全风险；原材料价格大幅上涨风险；消费力下行风险；行业竞争加剧风险；市场拓展不及预期风险。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4117	5287	5094	6480	7418	费用率					
减:营业成本	3739	4905	4643	5775	6539	毛利率	0.09	0.07	0.09	0.11	0.12
营业税金及附加	9	12	13	17	19	三费/销售收入	0.08	0.05	0.04	0.06	0.06
销售费用	253	169	132	246	282	EBIT/销售收入	0.04	-0.01	0.06	0.06	0.06
管理费用	64	71	89	110	126	销售净利率	0.03	-0.01	0.04	0.04	0.05
财务费用	-2	-2	20	0	0	投资回报率					
研发费用	4	5	5	6	7	ROE	0.07	-0.04	0.10	0.12	0.13
资产减值损失	-2	-17	0	-10	-15	ROA	0.06	-0.01	0.08	0.08	0.09
公允价值变动损益	-1	-16	0	0	0	ROIC	0.05	-0.06	0.08	0.09	0.10
其他收益	123	-141	80	40	20	增长率					
营业利润	170	-47	270	355	449	销售收入增长率	0.14	0.28	-0.04	0.27	0.14
加:营业外收支净额	-4	2	3	2	1	EBIT 增长率	-0.44	-1.28	7.30	0.21	0.26
利润总额	166	-45	274	357	450	EBITDA 增长率	-0.36	-0.93	26.85	0.19	0.23
减:所得税	41	32	68	90	113	净利润增长率	-0.44	-1.62	3.66	0.30	0.26
净利润	124	-77	205	267	337	总资产增长率	-0.02	0.28	0.07	0.16	0.11
减:少数股东损益	-5	-1	3	4	5	股东权益增长率	-0.06	-0.07	0.09	0.11	0.12
归母净利润	129	-76	202	263	332	营运资本增长率	-0.32	0.19	0.01	0.24	0.14
资产负债表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构					
货币资金	244	382	509	648	742	资产负债率	0.25	0.45	0.43	0.47	0.48
应收和预付款项	221	388	408	510	591	投资资本/总资产	0.67	0.77	0.79	0.79	0.79
存货	899	875	919	1149	1333	带息债务/总负债	0.00	0.48	0.54	0.55	0.53
其他流动资产	291	108	108	108	108	流动比率	2.82	1.19	1.21	1.20	1.23
长期股权投资	0	0	0	0	0	速动比率	1.20	0.52	0.57	0.57	0.59
投资性房地产	0	0	0	0	0	股利支付率	0.90	-0.36	0.20	0.20	0.20
固定资产	790	1450	1540	1657	1757	收益留存率	0.10	1.36	0.80	0.80	0.80
无形资产	166	161	155	149	143	营运能力					
其他非流动资产	90	92	66	66	66	总资产周转率	1.52	1.53	1.37	1.51	1.56
资产总计	2702	3458	3707	4287	4741	固定资产周转率	5.24	7.15	3.80	4.57	4.89
短期借款	0	761	872	1111	1213	应收账款周转率	107.71	61.54	56.46	57.46	56.70
应付和预收款项	580	675	709	886	1027	存货周转率	4.16	5.60	5.05	5.03	4.91
长期借款	0	0	0	0	0	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
其他负债	94	136	28	28	28	EPS	0.45	-0.26	0.70	0.91	1.15
负债合计	674	1572	1609	2025	2269	BPS	6.81	6.31	6.87	7.60	8.52
股本	289	289	289	289	289	PE	32.93	-55.46	20.98	16.14	12.78
资本公积	881	842	842	842	842	PEG	1	0	N/A	N/A	N/A
留存收益	797	694	855	1066	1331	PB	2.16	2.33	2.14	1.93	1.72
母公司股东权益	1967	1824	1986	2197	2462	PS	1.03	0.80	0.83	0.65	0.57
少数股东权益	60	61	64	68	73	PCF	-23.97	75.14	13.69	18.43	12.37
权益合计	2028	1886	2051	2265	2535	EBIT	164	-47	294	357	450
负债和权益合计	2702	3458	3659	4290	4804	EV/EBIT	24.82	-108.92	17.61	15.20	12.28
现金流量表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/EBITDA	18.84	345.42	12.63	11.15	9.28
经营性现金净流量	-177	56	310	230	343	EV/NOPLAT	37.62	-49.48	23.74	20.43	16.44
投资性现金净流量	424	-607	-219	-239	-239	EV/IC	2.26	1.91	1.77	1.61	1.47
筹资性现金净流量	-275	679	37	147	-10	ROIC-WACC	0.05	-0.06	0.08	0.09	0.10

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438