

成本下行抬升盈利能力，产能扩张打开成长空间

道道全(002852)

主要观点:

► 公司是国内菜籽油细分领域龙头

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，是国内第一家以菜籽油加工为主要业务的上市公司。2012-2020年，公司收入由22.71亿元增长至52.87亿元，年复合增速为11.14%；2012-2018年归母净利润呈快速增长态势，年均复合增速达47.92%，2019-2020年，受原材料价格上涨及疫情影响，公司归母净利润下滑明显。伴随原材料价格涨势趋缓以及公司提价措施逐步落地，公司经营情况逐步好转，2021年前三季度，公司实现收入35.77亿元，同比下降6.19%，归母净利润0.94亿元，同比增加4.26%。

► 食用植物油市场稳步增长，菜籽油市场份额有望向龙头集中

我国食用植物油行业经过30余年的发展，已进入稳定期，行业间主要为存量竞争，油品结构不断变化。具体而言，随着消费结构的升级以及食品行业监管趋严，小包装和中包装油分别在家庭和餐饮市场代替散装油。在品类上，小品类高端油的市场份额不断提升，具有一定的发展潜力。我国是全球菜籽油第一大生产国和消费国，市场规模大且消费量维持稳定增长。2011-2020年国内菜籽消费量年复合增速为2.62%。当前阶段，我国菜籽油加工行业集中度较低，市场上中小企业众多，近年来，原材料价格大幅上涨，中小企业以及小作坊盈利空间被大幅压缩，或将加速被市场淘汰，而腾挪出来的空间将被头部企业所抢占，行业集中度提升趋势仍将持续。

► 原材料价格下行 & 产能扩张，公司成长路径清晰

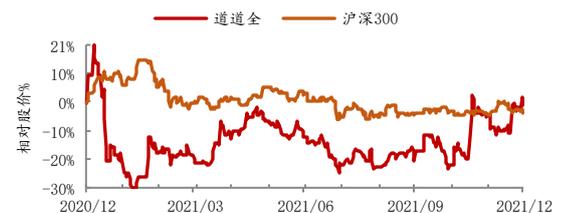
一方面，由于价格调整的时滞效应，当原材料价格上涨时，公司成本提升，而价格的传导需要2-3个月左右的时间，短期内成本提升部分不能及时转嫁给消费终端，导致公司利润承压。我们判断，原材料成本或将在2022年步入下行通道，时滞效应将放大公司盈利能力，利润弹性逐步释放。另一方面，公司近年来逐步完善产能布局，茂名以及靖江项目的正式投产将大幅缓解公司产能不足的瓶颈，同时，公司积极开拓高油酸油脂和茶油等高附加值产品，未来有望凭借新品的不断发展持续为公司贡献新的利润增量。

投资建议

原材料价格下行将抬升公司盈利能力，产能扩张以及发力高端

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	16.4
股票代码:	002852
52周最高价/最低价:	21.83/11.33
总市值(亿)	58.88
自由流通市值(亿)	34.36
自由流通股数(百万)	209.51



分析师:周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

油脂油品有望打开公司成长空间。我们预计，2021-2023 年，公司营业收入分别为 48.75/55.18/62.52 亿元，归母净利润分别为 1.35/1.92/2.88 亿元，对应 EPS 分别为 0.37/0.54/0.80 元，当前股价对应 PE 分别为 43/30/20X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，市场竞争加剧风险，套期保值风险，产能不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,117	5,287	4,875	5,518	6,252
YoY (%)	14.3%	28.4%	-7.8%	13.2%	13.3%
归母净利润(百万元)	129	-76	135	192	288
YoY (%)	-41.3%	-159.4%	275.9%	42.7%	49.7%
毛利率 (%)	9.2%	7.2%	9.4%	10.2%	11.1%
每股收益 (元)	0.36	-0.21	0.37	0.54	0.80
ROE	6.5%	-4.2%	6.9%	8.9%	11.8%
市盈率	45.42	-76.49	43.49	30.47	20.35

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司是菜籽油细分领域龙头企业.....	4
2. 食用植物油市场稳步增长，菜籽油市场份额有望向龙头集中.....	6
2.1. 食用植物油行业进入稳定期，消费升级带动油品结构变化.....	6
2.2. 菜籽油消费稳步增长，市场份额有望向龙头集中.....	9
3. 原材料价格下行 & 产能扩张，公司成长路径清晰.....	11
3.1. 原材料价格有望下行，带动公司利润逐步释放.....	11
3.2. 产能扩张 & 渗透高端油品，公司未来可期.....	12
3.3. 拓展传统销售网络，探索线上新渠道.....	13
3.4. 坚持品牌化经营，释放品牌效应.....	14
4. 盈利预测与投资建议.....	16
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1 公司主营业务示意图.....	4
图 2 2012-2021Q3，公司营业收入及其变动情况.....	5
图 3 2012-2021Q3，公司归母净利润及其变动情况.....	5
图 4 2016-2021H1，公司收入结构情况.....	5
图 5 2016-2021H1，公司毛利结构情况.....	5
图 6 公司股权结构示意图.....	6
图 7 2014-2020 年，国内食用植物油消费情况.....	7
图 8 2014-2019 年，我国居民人均食用油消费情况.....	7
图 9 2014-2019 年，国内食用植物油生产情况.....	7
图 10 2014-2019 年，我国食用植物油进口情况.....	7
图 11 2010-2018 年，食用植物油油分包装销量结构.....	9
图 12 2015-2019 年，食用植物油产量结构.....	9
图 13 2017-2019 年，小包装食用植物油销量结构.....	9
图 14 2017-2019 年，小包装食用植物油销售额结构.....	9
图 15 2011-2020 年，国内菜籽油生产情况.....	10
图 16 2011-2020 年，国内菜籽油消费情况.....	10
图 17 2011-2020 年，我国菜籽油进口情况.....	10
图 18 2013-2021 年，菜籽油与油菜籽价格变动情况.....	12
图 19 公司经销商情况.....	14
图 20 公司经销商分布情况.....	14
图 21 道道全品牌品类.....	15
图 22 公司部分冠名节目.....	16
表 1 国内食用植物油供需平衡表.....	8
表 2 公司新建产能情况.....	13
表 3 公司品牌发展历程.....	15
表 4 2021 年中国顾客食用油推荐度指数排名.....	16
表 5 道道全主要业务经营预测（单位：百万元）.....	18
表 6 可比公司盈利预测.....	19

1. 公司是国内菜籽油细分领域龙头

道道全粮油股份有限公司于 2014 年经湖南巴陵油脂有限公司整体变更设立，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，是国内第一家以菜籽油加工为主要业务的上市公司。公司旗下拥有多种知名食用油品牌，包括面向家庭消费的小包装油品牌如道道全、菜子王和面向餐饮酒店行业的中包装油品牌如海神、金菜王。

公司目前以包装菜籽油为主要产品，同时兼顾生产如豆粕和菜粕等粕类以及散装油产品。油类产品按是否包装可分为包装油和散装油，根据原材料不同，产品可分为纯菜籽油、菜籽调和油以及其他油品三大类，其中纯菜籽油为单一成分的菜籽油，菜籽调和油以菜籽油为主，调和其他油品，兼得菜籽油和其他油品的口味和营养成分。

图 1 公司主营业务示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司收入稳步增长，归母净利润受原材料价格影响略有波动。2012-2020 年，公司收入由 22.71 亿元增长至 52.87 亿元，年复合增速为 11.14%，增长稳定，近五年年复合增速为 19.32%，收入增速进一步提升。从利润端看，2012-2018 年归母净利润呈快速增长态势，年均复合增速达 47.92%；2019 年原材料成本上升叠加品牌宣传投入增加，公司成本费用大幅上升，导致归母净利润出现大幅下降，降幅达 41.4%。2020 年，由于原材料价格快速上涨，公司调整产品价格存在一定时滞性，叠加公司利用衍生金融工具当期产生较大损益，公司归母净利润为-7649.91 万元，同比下降 159.38%。伴随原材料价格涨势趋缓以及公司提价措施逐步落地，2021 年前三季度，公司实现收入 35.77 亿元，同比下降 6.19%，归母净利润 0.94 亿元，同比增加 4.26%。

图 2 2012-2021Q3, 公司营业收入及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

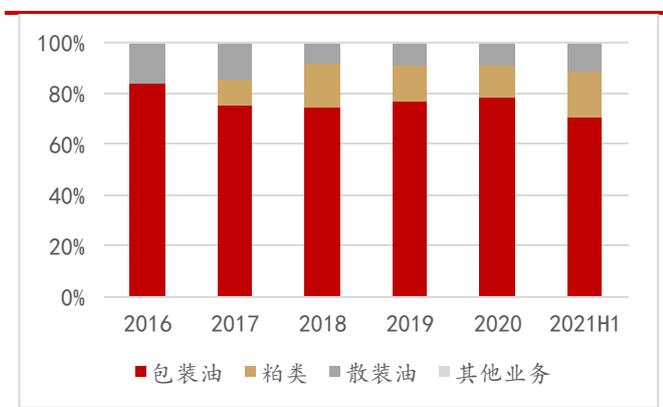
图 3 2012-2021Q3, 公司归母净利润及其变动情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

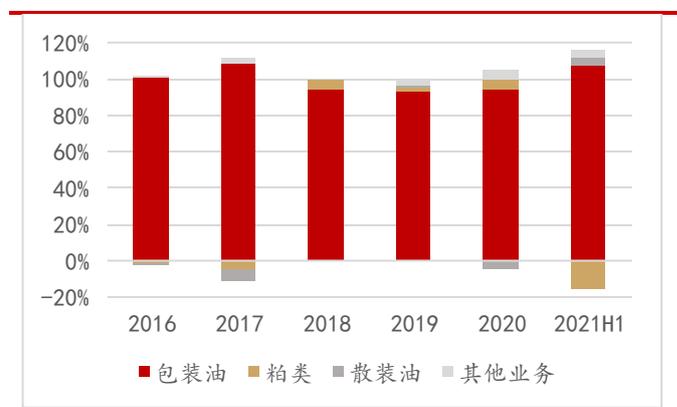
包装油是公司收入和利润的主要来源。近年来随着消费者对食用油的消费升级，品牌包装油、健康小品种油越来越受到消费者青睐，发展迅速。2016-2020年，包装油尤其是包装菜籽油始终是公司的主要收入和利润来源，收入占比维持在70%以上，利润占比维持在90%以上。其次是粕类产品，收入和毛利占比均有所提升。2021H1，公司营业收入共21.16亿元，其中包装油实现营业收入14.94亿元，占比70.57%，粕类营业收入3.83亿元，占比18.08%；实现毛利共1.70亿元，包装油实现毛利为1.83亿元，占比107.73%，受国际市场大豆价格上涨影响，对应粕类营业成本上升，加之下游饲料价格企业短期内需求减少，粕类毛利为-0.27亿元。

图 4 2016-2021H1, 公司收入结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

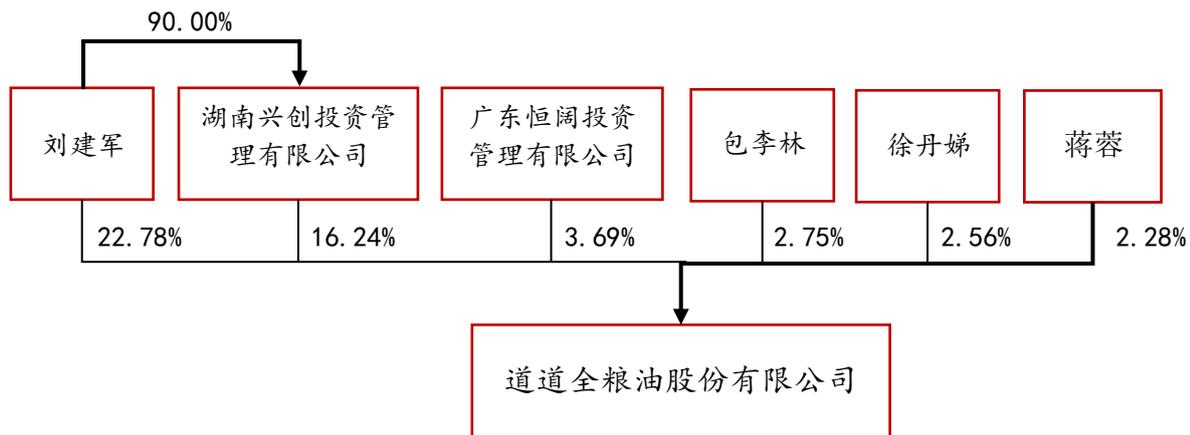
图 5 2016-2021H1, 公司毛利结构情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司股权结构相对集中。公司第一大股东是刘建军先生，公司上市前，刘建军先生直接和间接持有公司4845.88万股，占比64.61%；发行完成后，刘建军先生直接和间接股权占比49.88%。此外，公司于2021年10月非公开发行人民币普通股70,000,000股，公司总股本由发行前的289,000,000股增加至发行后的359,000,000股，导致公司股东所持上市公司的权益被动稀释。截至目前，刘建军先生直接持有公司22.78%的股权，通过湖南兴创投资管理有限公司持有公司16.24%的股权，是公司的实际控制人。

图 6 公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 食用植物油市场稳步增长，菜籽油市场份额有望向龙头集中

2.1. 食用植物油行业进入稳定期，消费升级带动油品结构变化

我国食用植物油行业经过 30 余年的发展，已经进入稳定时期。从需求端看，当前，全球食用油消费主要以植物油为主，国内食用植物油消费量呈稳定伴随小幅增长态势，由 2014 年 3077 万吨增长至 2019 年 3421 万吨，年复合增速为 2.14%。随着健康养生等理念的普及，部分消费者食用油摄入量减少，全国居民人均食用植物油消费量已从 2014 年的 9.80 千克下降至 2019 年的 8.90 千克，国内人均食用油消费量趋于稳定。从供给端看，2014-2019 年我国食用植物油产量较为平稳，2019 年增长至 2830 万吨，同比增长 11.02%，年复合增速为 1.87%。此外，虽然我国是世界第二大食用植物油生产国，但由于人口是决定食用植物油消费量的主要因素，我国人口基数大，食用植物油属于刚性需求，我国同时是世界第一大植物油消费国，仅凭国内食用植物油生产无法满足人们总体消费需求，产生了一定的缺口，从而推动我国食用油进口量的持续增加。

根据中国农业信息网 2021 年 12 月预测，2021/22 年度中国食用植物油产量 2966 万吨，较上月预测值调增 9 万吨。其中，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，2021 年中国冬油菜种植面积预计比上年增长 500 万亩，菜籽油产量调增至 616 万吨。2021/2022 年度食用植物油进口量预计为 933 万吨，消费量预计为 3634 万吨。

图 7 2014-2020 年，国内食用植物油消费情况



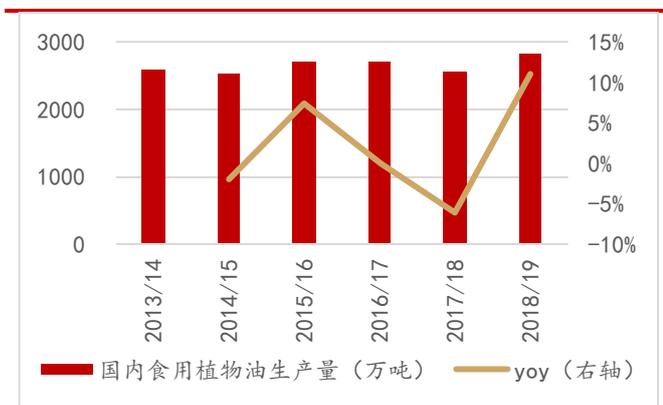
资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

图 8 2014-2019 年，我国居民人均食用油消费情况



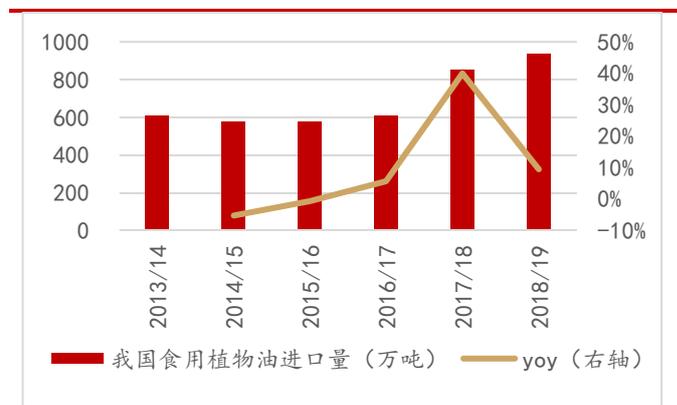
资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

图 9 2014-2019 年，国内食用植物油生产情况



资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

图 10 2014-2019 年，我国食用植物油进口情况



资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

表 1 国内食用植物油供需平衡表

	单位	2019/2020E	2020/2021E	11 月预测	12 月预测
生产量	万吨	2830	2856	2957	2966
豆油	万吨	1701	1714	1767	1761
菜籽油	万吨	569	563	601	616
花生油	万吨	328	338	347	347
进口量	万吨	935	1074	933	933
棕榈油	万吨	479	502	450	450
菜籽油	万吨	190	237	150	150
豆油	万吨	86	123	100	100
国内消费量	万吨	3421	3635	3634	3634
城镇消费	万吨	2587	2789	2769	2769
农村消费	万吨	703	616	635	635
出口量	万吨	27	27	27	27
结余变化量	万吨	317	268	229	238

资料来源：农业农村部，华西证券研究所

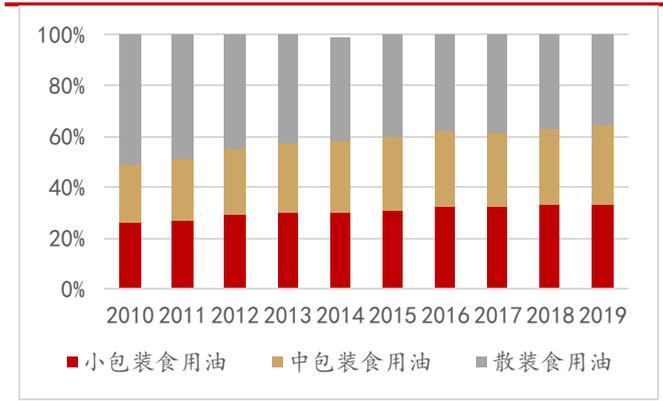
食用植物油各分品类也已出现领先企业，益海嘉里作为食用植物油行业龙头企业，产品布局完善，各品类均有涉及，2019 年食用油销售规模为 815 亿元。除益海嘉里、中粮集团等全产业链布局企业外，山东鲁花、西王食品和长寿花食品、道道全、佳格集团分别在花生油、玉米油、菜籽油、葵花油分品类做到了业界领先水平，2019 年食用油销售规模分别为 70 亿元（包装油）、26 亿元、26 亿元、35 亿元、23 亿元（包装油）。

消费结构升级 & 监管趋严，中小包装市场份额提升。小包装油市场份额提升。食用油产品分为小包装（约 5L）、中包装（10L-22L）、散装三种规格，小包装食用油主要的消费群体为 C 端家庭，中包装食用油购买群体多为企业客户，如批发商、餐饮企业以及学校、食堂、厂矿等用油量较大的 B 端群体。散装油价格低廉，但卫生条件难以保证，主要供应给工业企业和家庭消费。我们认为，中小包装将逐步抢占散装油市场份额，主要逻辑在于：1) 随着居民生活水平的提升，家庭对食用油安全、质量更加重视，食用植物油的规范、安全健康、环保等需求不断提升，小包装油在家庭端对散装油形成替代。2) 随着餐饮业连锁化趋势的延续，对菜品标准化程度要求更高，保证品质，供货稳定的中包装油更适合其发展，中包装油在餐饮业对散装油形成替代。3) 国家自 2011 年以来相继出台了《中华人民共和国质量法》、《中华人民共和国食品安全法》等一系列法律法规，对食品生产、加工、流通各环节进行规范。在食用油总量稳定的情况下，油品包装更为安全的属性，市场份额不断提升。小包装油销售量占比由 2010 年的 26% 提升至 2019 年的 33%。散装油由于无产品标识，生产

流程、生产厂家不透明等问题有很大的食品安全隐患，市场份额则呈现逐年下降趋势，占比由 2010 年的 51% 下降至 2019 年的 36%。

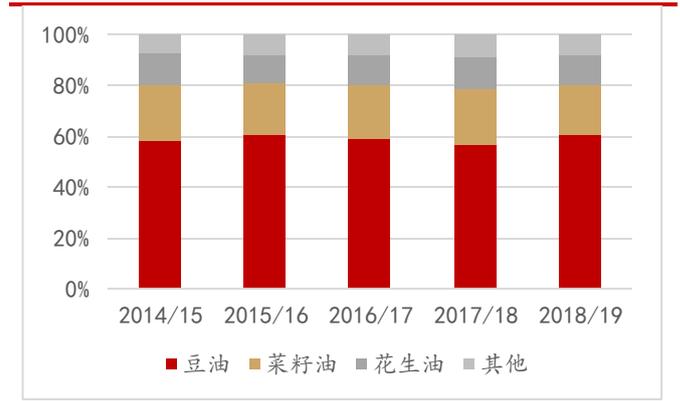
油品消费结构逐渐呈现多样化特征，高端油品需求稳步增长。我国食用植物油市场以豆油为主，其次是菜籽油和花生油，2019 年豆油在我国食用植物油产量中占比 60.11%。近些年来消费结构不断变化，除了以上三种油品外的其他油品产量上升，由 2015 年的 197 万吨上升至 2019 年的 232 万吨，占比由 7.78% 提升至 8.20%。在小包装食用植物油市场中，小包装菜籽油、玉米油、葵花籽油占比提升，菜籽油销售量占比由 2017 年的 16% 提升至 2019 年的 19%，销售额占比由 2017 年的 15% 提升至 2019 年的 18%，玉米油销售量及销售额占比均从 2017 年的 12% 提升至 2019 年的 13%。

图 11 2010-2018 年，食用植物油油分包装销量结构



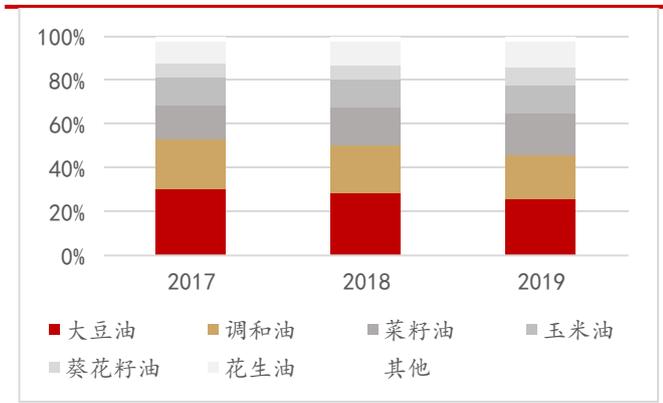
资料来源：尼尔森，华西证券研究所

图 12 2015-2019 年，食用植物油产量结构



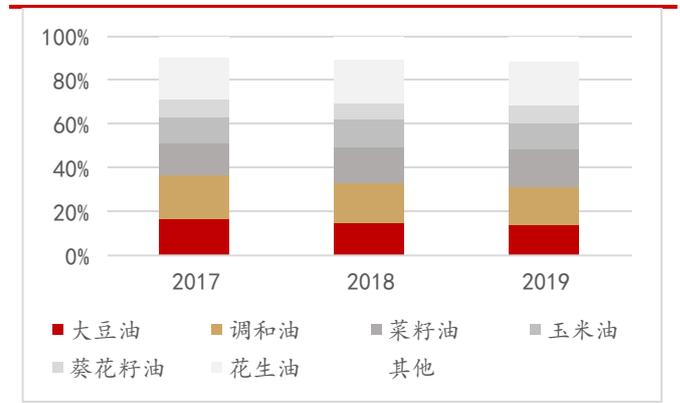
资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

图 13 2017-2019 年，小包装食用植物油销量结构



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

图 14 2017-2019 年，小包装食用植物油销售额结构



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

2.2. 菜籽油消费稳步增长，市场份额有望向龙头集中

菜籽油俗称菜油，是以油菜的种子榨制所得的透明或半透明状的液体，色泽金黄或棕黄。菜油是我国主要食用油之一，和豆油、葵花籽油、棕榈油一起，并列为世界四大油脂。菜籽油含油量高 42%，除食用外，还可以制造人造奶油、做润滑油等。在机械、橡胶、化工、塑料、油漆、纺织、制皂和医药等方面都有广泛的用途。

我国是全球菜籽油第一大生产国和消费国，市场规模大且消费量维持稳定增长趋势。菜籽油产量于 2013 年达到顶点后菜籽油呈下行趋势，在 2017 年有小幅度上升，随后继续回落，总体变化幅度不大，2011 年-2020 年的年复合增速为-1.60%，2020 年国内菜籽油产量为 318 万吨，同比增长 3.58%。我国菜籽油消费量呈现波动增长态势，由 2011 年的 419 万吨增长至 2020 年的 528 万吨，年复合增速为 2.62%。

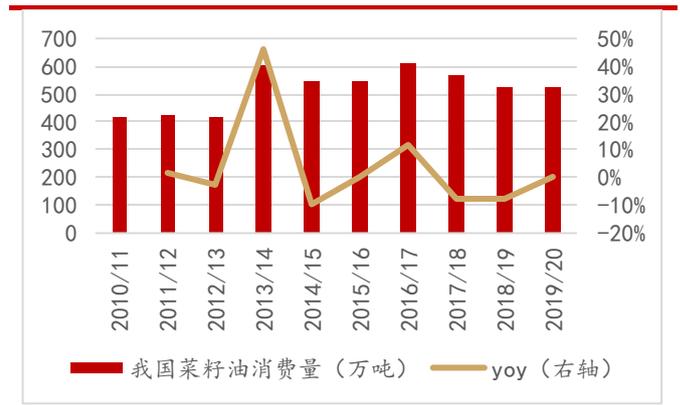
我国菜籽油进口量持续增加。自 2015 年以后，我国油菜籽收购主体由中央转向地方，油菜籽售价失去国家强力保护，农户种植收入无法保障，油菜种植积极性下降，种植面积减少，造成油菜籽产量下滑，供需存在一定缺口。进口油菜籽和菜籽油成为满足国内需求的主要补充，菜籽油进口量持续增加。从 2015 年的 88.40 万吨增长至 2020 年的 230 万吨，年复合增速为 21.08%。

图 15 2011-2020 年，国内菜籽油生产情况



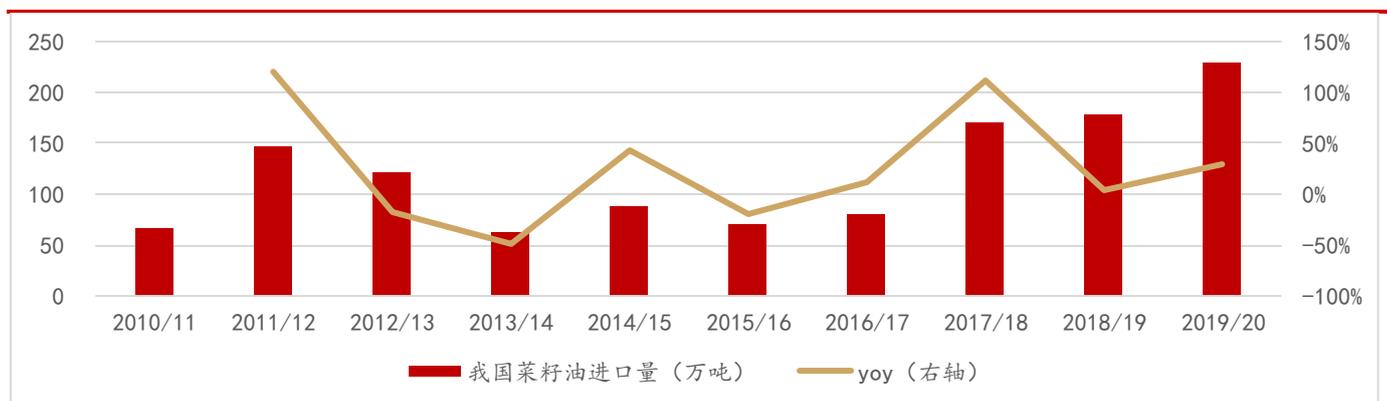
资料来源：中国汇易，华西证券研究所

图 16 2011-2020 年，国内菜籽油消费情况



资料来源：中国汇易，华西证券研究所

图 17 2011-2020 年，我国菜籽油进口情况



资料来源：中国汇易，华西证券研究所

菜籽油主要产于长江流域。长江流域居民历来以菜籽油为食用植物油，习惯并喜欢菜籽油的风味。根据资源状况、生产水平和耕作制度，国家农业部将长江流域油菜优势区划分为上、中、下游三个区。长江上游优势区，包括四川、贵州、云南、重庆，该区域气候温和湿润，冬季无严寒，利于秋播油菜生长，耕作制度以两熟制为主。长江中游优势区，包括湖北、湖南、江西、安徽和河南信阳地区，该区域光照充足，热量丰富，雨水充沛，适宜油菜生长，其中湖北省、安徽省的菜籽种植面积和产量分别位居全国第一、第二位。长江下游地区，包括江苏、浙江、上海，该区域雨水充沛，

日照丰富，适合油菜生长，但由于其地下水位较高，易造成渍害，造成了较高的生产成本，因此其油料产量相对较少，但油脂产量高，是长江流域菜籽单产水平最高的产区。

当前，菜籽油加工行业集中度较低，市场上中小企业众多，未来市场份额有望向优势龙头企业集中。放眼菜籽油赛道，目前整个行业还处在低端到高端、小企业为主的初级发展阶段。1) 油类产品需求弹性小，同质化程度高，企业需要以规模化、低成本取胜，行业内龙头能够以其规模、成本优势压缩中小企业生存空间。2) 近年来菜籽油原材料价格持续上行，中小菜籽油企业承压能力较差，出现逐步退出市场的现象。3) 食用油行业已产能过剩，行业发展趋势为新的产能淘汰旧的产能，往头部企业、往品牌聚集。食用植物油消费量 2015-2019 年年复合增速为 2.14%，但大豆油、调和油呈下降趋势，而菜油、橄榄油等品类油品呈上升趋势。未来企业之间的竞争是已有市场存量的竞争，而不是增量的竞争。参考我国食用油行业的发展历程，在现如今去产能以及产业优化升级的宏观政策调控下，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。此外，推动油菜籽加工业向规模化、大型化、集团化方向发展。

3. 原材料价格下行 & 产能扩张，公司成长路径清晰

3.1. 原材料价格有望下行，带动公司利润逐步释放

公司经营业绩受原材料价格影响，产品价格变动滞后于原材料。由于价格调整的时滞效应，当原材料价格上涨时，公司成本提升，而价格的传导需要 2-3 个月左右的时间，短期内成本提升部分不能及时转嫁给消费终端，导致公司利润承压。当原材料价格下降时，商品价格调整也存在滞后现象，公司成本降低，而价格调整略有滞后，盈利能力将持续放大，利润弹性逐步释放。2019 年以来，油菜籽价格持续上升，由 2019 年 7 月的 4683.85 元/吨升至 2021 年 12 月的 6406.92 元/吨，涨幅为 36.79%。公司多次提价，但由于滞后效应公司利润承受了一定损失。2019 年公司净利润 1.29 亿元，较 2018 年下降 41.4%，2020 年公司出现亏损，净利润为-0.76 亿元。

原材料价格有望下行，公司持续受益。目前各种原材料的价格特别是油脂的价格已达近年的最高峰，短期内可能仍在高位震荡。中长期来看，原材料价格将呈现下行趋势，公司持续受益。1) 从供给角度分析，我国菜籽油原材料部分从加拿大进口，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，我国只能被动减少油菜籽进口，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加 500 万亩，菜籽油产量预计调增至 616 万吨。近期，中国冬油菜主要产区光温条件良好，墒情适宜，气象条件利于油菜移栽成活。全国一、二类苗占比分别为 11%、87%。国内油菜籽供应量的提升将进一步促进价格下行。2) 从需求角度分析，就全球而言，新冠疫情导致各国政府增加粮油储备，短期内需求提高，预计储备已陆续完成，需求趋于稳定。我国居民菜籽油需求较为平稳，2011-2020 年年复合增速为 2.62%。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。3) 产品原材料价格上涨也受到疫情影响，交通不便导致运输困难，随着疫情常态化**化管理**也将逐渐淡化。4) 豆油、棕

桐油等替代产品原材料价格开始呈现下降趋势，油脂作物价格关联度较高，预计菜籽油原材料将下行。

图 18 2013-2021 年，菜籽油与油菜籽价格变动情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.2. 产能扩张 & 渗透高端油品，公司未来可期

扩展传统食用植物油产能。公司于 2017 年公开发行募投岳阳临港食用植物油加工综合项目及重庆子公司“二期 600 吨/日食用油精炼项目”，分别于 2017 年 6 月及 2019 年 6 月达到预定可使用状态。2018 年 9 月，公司投资并控股绵阳菜籽王，为公司带来四川本地优质菜籽资源优势，进一步扩展产能。2020 年 9 月公司董事会审议通过《关于非公开发行 A 股预案的议案》，公司拟通过非公开发行 A 股不超过 7000 万股，募集资金不超过 100000 万元投入到靖江食用油加工综合项目一期、岳阳食用油加工项目二期、茂名食用油加工项目中。该计划于 2021 年 3 月通过证监会审核，股票于 2021 年 11 月上市。其中茂名生产基地项目规划 30 万吨的精炼和包装（灌装）产能以及 60 万吨菜籽初榨产能，2020 年 3 月开始施工，2020 年 12 月项目主装置建成，开机试产。靖江生产基地项目于 2019 年 12 月开工建设，2021 年 8 月正式投产，该项目将替代公司南京子公司部分产能，并为公司及其他粮油相关企业提供粮油相关产品的物流中转等配套服务。新项目建成可以解决此前公司的产能局限，促进公司主产品深入发展。此外，公司于 2021 年 7 月与陕西兴平市政府签订协议，拟在陕西兴平市投资建设 100 万吨/年食用油加工项目，加大产能投入。随着项目落地，销售规模逐步扩大，公司盈利能力有望进一步提高。

延伸产业链。过去公司主要通过购入毛菜籽油精炼，形成小包装销售，近年来，公司致力于产业链延伸，2019 年，绵阳公司在清泉镇、兴仁镇、塔水镇自建绿色食品标准化高品质油菜基地 30000 余亩，公司还在湖南、内蒙古、湖北等地开辟了高油酸示范种植区，从源头进行产业升级。此外，茂名生产基地项目规划了 60 万吨菜籽初榨产能，增加公司对原料端的把控程度。

走差异化路线，向高端油品逐步渗透。公司产品目前分为五大类，分别是压榨油、风味油、纯正油、调和油以及餐饮油，每种品类下又细分各种产品 26 种。2021 年 9 月，岳阳食品油加工项目二期建成投产，该项目定位营养健康高端食用油产品，以高油酸菜籽油和茶油两大类产品为核心，打造以高油酸为主要特性的食用油系列产品，并向周边相关高端油品（橄榄油、核桃油等）逐步渗透。此类高附加值产品的推出将进一步丰富公司产品矩阵，优化产品结构，同时有利于扩大企业品牌知名度，在三四线城市基本盘已稳固的前提下，可作为向上拓展高端市场的突破口。同时，高附加值产品毛利较高，该项目达产后预计 3 年销售 1.92 亿元、净利润 30,072.38 万元

表 2 公司新建产能情况

子公司/工厂	主要产销区域	投产日期/进度日期	产能情况
岳阳二期	华中地区	2021 年 9 月	冷榨、热榨各 100T/D 压榨能力，配套 50T/D 精炼冬化车间，通过增加外购油形成 300T/D 小包装能力，全额达产后可年产小包装高油酸菜籽油、冷热榨茶油、橄榄油、核桃油等高端食用油 5 万吨。
茂名	华南地区	2021 年 8 月	2,000T/D 菜籽压榨（浸出）生产能力、1,000T/D 油脂精炼生产能力和 1,000T/D 小包装生产能力，全额达产后可年产包装食用油 30 万吨。
靖江	华东地区	2020 年 12 月项目主装置建成	形成 1,000T/D 精炼、1,000T/D 冬化生产能力和 1,000T/D 小包装生产能力，全额达产后可年产包装食用油 30 万吨，并为公司其他工厂提供原材料、油脂油料的贸易中转等配套服务。

资料来源：公司公告、华西证券研究所

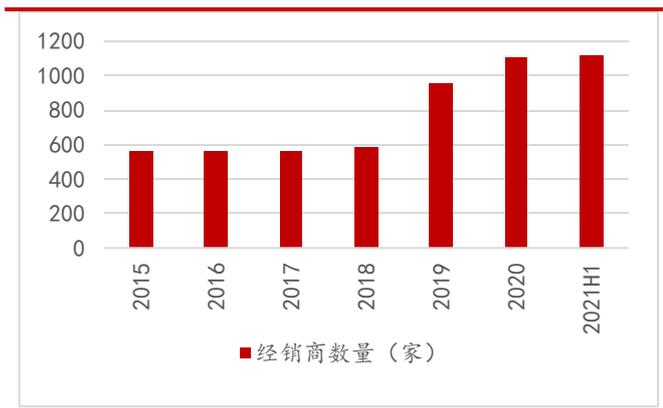
3.3. 拓展传统销售网络，探索线上新渠道

公司拥有立体化经销网络和完善的经销管理体系。公司销售主要通过分布在各省、市、县的区域经销商实现，每个县级行政区域具有一个经销商，目前主要以三四线城市流通为主，兼具部分中小型商超和餐饮，大型卖场和 KA 渠道鲜有铺货。经过多年的发展，公司建立了全方位、立体化的经销商网络和完善的经销管理体系，保障产品快速到达消费终端，并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，公司也会对销售网点进行业绩监督，对能力欠缺的经销商进行调整，保证经销商队伍稳定发展。据公司 2021 年度半年报，截至报告披露日，公司现有区域经销商 1119 家，按 600 个合作销售网点测算，公司拥有约 67 万个销售网点，主要分布在华中及西南地区。此外，公司于 21 年 12 月浙江省盐业集团达成战略协议，将借助浙盐集团在浙江省“一张网”的物流配送体系和仓储设施基础，继续提升公司营销网络。

多区域布局产能，拓展传统销售网络。公司分别在岳阳、重庆、绵阳、茂名、靖江设有生产加工基地，以华中地区为中心，逐步向西南、华南地区扩张。公司建设茂名项目能够依托茂名沿海港区优势，促进公司融入粮油行业国际大循环，为公司获取国际优质原材料资源奠定基础，并辐射华南市场，稳步推进公司的市场开发战略。靖江食用油加工综合项目一期，将利用长江流域的区位优势，辐射华东市场，进一步加快公司在华东等主要消费区域的业务扩展，提升公司产品在华东地区的综合竞争力。

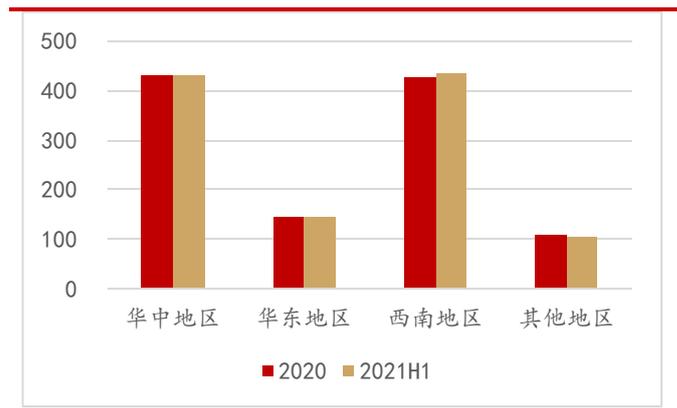
探索新零售渠道。在大力拓展传统销售渠道的同时，公司也在积极探索线上新渠道，设立电商公司，对接大型线上平台进行产品销售。电商平台覆盖范围广、能在短时间扩大品牌影响力，不同电商平台能够依托产品特点，满足不同消费者需求。2020 年 12 月，公司在天猫、京东等线上电商平台旗舰店、直营店销售额为 617.01 万元，季度移动平均增长率达到 104.96%。同时，公司通过与团购电商、社区零售电商等合作，通过线上线下结合的形式，覆盖更多终端客户，通过多种渠道打通产能未布局的销售市场。

图 19 公司经销商情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 20 公司经销商分布情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.4. 坚持品牌化经营，释放品牌效应

公司坚持品牌化经营。从需求端看，随着居民消费升级，对食用油品牌的重视程度逐渐提高；从供给端看，食用植物油市场供给充分，已经进入品牌竞争阶段。“道道全”作为知名菜籽油品牌，公司继续坚持品牌化经营，打造品牌矩阵，创立了海神、菜子王、金菜王等不同品牌，从品牌属性角度，打造综合性、专业性品牌，分别深入餐饮油、风味菜籽油、食用油等不同市场。从产品定位角度，划分高端、中端、低端类别，吸引各类消费者。在第七届中国品牌影响力评选发布会中，道道全获得“2020 中国品牌影响力 100 强”荣誉称号。

公司致力于提高企业品牌知名度，逐步释放品牌效应。公司上市以来（17-20）市场宣广费分别为 0.4 亿元、1.2 亿元、1.5 亿元和 1.1 亿元，线上线下共同发力。1) 冠名各类电视节目，如《歌手》、《开门大吉》、《向往的生活》等，收获了较好的品牌推广效果，为品牌传播提供源源不断的动力。2) “双微一抖”新传播模式，公司与时俱进，采用时下流行的短视频软件打通新营销路径，实现口碑和商业化双赢。3) 投放广告，与央视、湖南卫视等优质媒体合作推广品牌，同时对湖南湖北以及川渝地区进行定点广告投放，一方面巩固公司在核心区域的品牌地位，另一方面也提升品牌在全国的知名度和影响力。2021 年(第七届)中国顾客推荐度指数 SM(C-NPS) 品牌排名和分析报告发布，道道全食用油凭借出众品牌力荣登 2020 年中国顾客食用油推荐度排行榜前五。作为顾客推荐度评价体系，C-NPS 已经成为国内测定品牌口碑、衡量顾客忠诚度的重要指标，相比往年，道道全食用油 2021 年顾客推荐度上升五位，幅度明显，表明企业在 2020 年度消费者体验及口碑管理等领域成效显著，品牌影响力和号召力实现进一步提升。

图 21 道道全品牌品类



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 3 公司品牌发展历程

时间	发展历程
2006-2010	独家冠名湖南卫视《2007-2009 年春晚》、独家冠名《2008 年中国金鹰电视艺术节》、独家冠名央视三套《我要上春晚》。
2011-2015	特约播映央视一套《春节晚会》、特约播映央视一套《春节晚会》、央视一套《315 晚会》、独家冠名央视一套《中国味道》、联合开展“关注成长、营养午餐-爱心送好油”免费午餐西南公益活动、独家冠名 重庆卫视、贵州卫视《超级美味》、江西电视台《首届观众节》。
2016 至今	独家冠名湖南卫视《全球华人华侨春晚》、大型喜剧真人秀《头号惊喜》；特约赞助湖南卫视王牌综艺栏目《歌手》、约赞助播出央视一套《欢乐中国人》大型综艺节目、特约赞助播出湖南卫视年度创新综艺大作《幻乐之城》、全年冠名播出央视三套王牌综艺《开门大吉》、独家冠名湖南卫视《恋梦空间》综艺节目、成为湖南卫视三档王牌美食综艺节目《向往的生活》、《中餐厅》、《亲爱的客栈》指定用油。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 22 公司部分冠名节目



资料来源：公司官网，华西证券研究所

表 4 2021 年中国顾客食用油推荐度指数排名

品牌	G-NPS 得分	排名	变化
多力	20.6	1	+6
鲁花	20.2	2	-1
胡姬花	18.1	3	-1
金龙鱼	14.4	4	-1
道道全	12.1	5	+5
刀唛	10.8	6	-
口福	6.0	7	new
福临门	1.2	8	-
九三	0.6	9	-
香满园	-2.6	10	+4
元宝	-18.3	11	+2
西王	-18.9	12	-8
红蜻蜓	-19.8	13	-2
长寿花	-23.8	14	-9

资料来源：公司官网，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司业务主要包括包装油、粕类、其他业务三大板块，假设中的部分将针对以上三大业务板块分别进行讨论。

包装油：随着消费者需求升级以及国家监管政策的严格，包装油需求有望持续提升，菜籽油原材料价格有望下行，带动公司盈利能力提升。同时，公司募投产能建设完成后，将带动公司收入持续增长。我们预计 2021-2023 年，公司包装油业务收入增速分别为-13%/15%/15%，毛利率分别为 12.0%/13.0%/14.0%。

粕类：公司粕类收入保持平稳增长节奏，利润有望恢复，我们预计，2021-2023 年，公司粕类收入增速分别为 15%/10%/10%，毛利率分别为 1.8%/1.8%/1.8%。

其他业务：我们预计，2021-2023 年，公司其他业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 2.0%/2.0%/2.0%。

表 5 道道全主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
包装油					
收入	3160.40	4140.97	3602.65	4143.04	4764.50
成本	2810.23	3781.12	3170.33	3604.45	4097.47
毛利	350.17	359.85	432.32	538.60	667.03
毛利率	11.08%	8.69%	12.00%	13.00%	14.00%
粕类					
收入	587.81	684.61	787.30	866.03	952.63
成本	576.94	665.17	773.13	850.44	935.49
毛利	10.87	19.44	14.17	15.59	17.15
毛利率	1.85%	2.84%	1.80%	1.80%	1.80%
其他					
收入	368.52	461.74	484.82	509.06	534.52
成本	351.65	458.76	475.13	498.88	523.83
毛利	16.87	2.98	9.70	10.18	10.69
毛利率	4.58%	0.65%	2.00%	2.00%	2.00%
费用率					
销售费率	6.2%	3.2%	4.6%	4.4%	4.3%
管理费率	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费率	0.0%	0.0%	1.1%	1.2%	1.3%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

原材料价格下行抬升公司盈利能力, 产能扩张以及发力高端油脂油品有望打开公司成长空间。我们预计, 2021-2023 年, 公司营业收入分别为 48.75/55.18/62.52 亿元, 归母净利润分别为 1.35/1.92/2.88 亿元, 对应 EPS 分别为 0.37/0.54/0.80 元, 当前股价对应 PE 分别为 43/30/20X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
603288.SH	海天味业	104.81	1.98	1.6	1.94	2.28	52.93	65.51	54.03	45.97
300999.SZ	金龙鱼	62.11	1.11	1.05	1.46	1.76	55.95	59.15	42.54	35.29
603317.SH	天味食品	26.87	0.58	0.3	0.47	0.62	46.33	89.57	57.17	43.34
平均							51.74	71.41	51.25	41.53

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2021 年 12 月 27 日收盘价

5. 风险提示

原材料价格波动风险。菜籽油价格受原材料影响程度较大，且价格调整存在滞后效应，若原材料价格持续上涨将挤压公司利润空间。

套期保值风险。公司开展相关产品套期保值业务，可能由于原材料价格波动过大，如公司操作不当可能产生损失，侵占公司利润。

产能不及预期风险。公司近年来新建多个食用油加工项目，如果新投产项目存在产能不及预期情况，可能导致盈利预测不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	5,287	4,875	5,518	6,252	净利润	-77	134	191	286
YoY (%)	28.4%	-7.8%	13.2%	13.3%	折旧和摊销	61	65	61	63
营业成本	4,905	4,419	4,954	5,557	营运资金变动	-152	70	-91	-62
营业税金及附加	12	11	12	14	经营活动现金流	56	342	281	440
销售费用	169	223	242	266	资本开支	-602	-558	-546	-573
管理费用	71	69	78	87	投资	10	0	0	0
财务费用	-2	53	67	79	投资活动现金流	-607	-598	-614	-667
资产减值损失	-12	0	0	0	股权募资	2	0	0	0
投资收益	-193	-40	-68	-93	债务募资	760	239	238	162
营业利润	-47	109	146	212	筹资活动现金流	679	186	171	83
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	131	-69	-163	-144
利润总额	-45	109	146	212					
所得税	32	-25	-45	-74	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	-77	134	191	286	成长能力				
归属于母公司净利润	-76	135	192	288	营业收入增长率	28.4%	-7.8%	13.2%	13.3%
YoY (%)	-159.4%	275.9%	42.7%	49.7%	净利润增长率	-159.4%	275.9%	42.7%	49.7%
每股收益	-0.21	0.37	0.54	0.80	盈利能力				
					毛利率	7.2%	9.4%	10.2%	11.1%
					净利率	-1.5%	2.7%	3.5%	4.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	-2.2%	3.5%	4.5%	5.9%
货币资金	382	312	150	6	净资产收益率 ROE	-4.2%	6.9%	8.9%	11.8%
预付款项	210	170	196	221	偿债能力				
存货	875	866	978	1,077	流动比率	1.19	0.94	0.79	0.71
其他流动资产	286	242	265	290	速动比率	0.45	0.33	0.21	0.13
流动资产合计	1,754	1,590	1,589	1,593	现金比率	0.26	0.18	0.07	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	45.5%	46.9%	48.7%	48.4%
固定资产	739	866	933	1,001	经营效率				
无形资产	161	197	224	248	总资产周转率	1.53	1.28	1.28	1.29
非流动资产合计	1,704	2,217	2,717	3,247	每股指标 (元)				
资产合计	3,458	3,807	4,306	4,840	每股收益	-0.21	0.37	0.54	0.80
短期借款	761	1,000	1,238	1,400	每股净资产	5.08	5.46	5.99	6.79
应付账款及票据	299	288	328	361	每股经营现金流	0.16	0.95	0.78	1.23
其他流动负债	420	407	437	489	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,480	1,695	2,003	2,251	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	-76.49	43.49	30.47	20.35
其他长期负债	92	92	92	92	PB	3.58	2.99	2.72	2.40
非流动负债合计	92	92	92	92					
负债合计	1,572	1,787	2,096	2,343					
股本	289	289	289	289					
少数股东权益	61	60	59	58					
股东权益合计	1,886	2,019	2,210	2,497					
负债和股东权益合计	3,458	3,807	4,306	4,840					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。