



走出周期，拥抱成长

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 供需关系改善，加拿大产能恢复，我国22年预计产量达到1450万吨以上，价格有望回落；2) 从能源需求角度，国际原油、棕榈油均存在回调预期，植物油原料生柴掺混上限2030下降至23.8%；3) 消费升级推动菜油占比提高，且积极布局高油酸菜籽油、山茶油等高端产品，毛利率将随之提升。
- **油菜籽供需情况有望得到改善，原料价格将会回落，加工企业营业成本降低。** 国际油菜籽产量有望迎来回升，加拿大作为全球第一大菜籽油出口国，2021年受到极端天气影响，2021/22年度油菜籽供应为1450万吨，同比下降37%，且种子发育期间高温使得作物含油量降低，22年情况将发生明显好转，加拿大统计局最新数据表明，2022年加拿大油菜籽播种面积为2140万英亩，高于早先3月时预测的2090万英亩，同时今年7月整体气候较为稳定，加拿大整体生产情况较去年呈现恢复趋势。国内油菜籽供应亦增加，近3年我国油菜籽种植面积呈增加态势，2022年我国油菜籽产量有望再创历史新高，预计产量达到1450万吨以上。在此国内外供应均逐步改善的预期下，公司作为油料加工企业，其原材料成本将会降低，盈利水平将迎来提高。从满足能源需求角度考虑，短中期价格存在回落预期，长期来看粮食作物制造生物柴油需求或将减弱，价格波动性降低，企业经营稳健性增强。油菜籽为欧盟生产生物柴油的重要原料，其与豆油、棕榈油关联度高，近期棕榈油因对外贸易政策、库存压力等原因价格大幅降低，且长期来看《可再生能源指令(RED II)》(修订)将棕榈油和豆油制成的生物柴油列为ILUC高风险作物，未来将逐步淘汰，且该指令提到植物油原料生柴掺混上限将从2021年的7%下降到2030年的3.8%，非粮食作物的二代生物柴油将下限有所提升。
- **公司作为菜籽油加工头部企业，成长性进一步体现。消费升级过程中，存在菜油替代豆油与调和油的发展趋势，**豆油、调和油较菜籽油存在的价格优势竞争力将逐步减弱，菜籽油胆固醇比较少，单不饱和脂肪酸含量高达80%以上，营养成分丰富，且其价格相较于橄榄油、山茶油等高端产品又更容易被消费者接受，因此在消费升级的过程中，其市场占比或将替代豆油与调和油迎来提升。另一方面随疫情管控餐饮逐步恢复，外卖经济迅速发展，政府出台多项政策以促进餐饮行业的复苏与稳定，川湘菜于细分品类中占比位于前列，互联网对餐饮业渗透率提高，根据美国2019年数据川湘菜在所有品类中占比6.5%，于地方菜品类中占比第一。菜籽油作为制作过程中的原材料，将随其市场扩张而迎来需求增量。
- **公司持续投入品牌建设，丰富产品矩阵，扩展产能，毛利水平有望提高。** 历史情况来看，市场毛油加工盈利水平变动趋势与公司归母净利变动趋势高度一致，22年下半年至今行业盈利水平迎拐点向上，后续公司盈利能力有望增强。公司旗下拥有“道道全”、“菜子王”、“金菜王”、“海神”等知名品牌，布局高油酸菜籽油、山茶油等产品将进一步扩大高端消费市场份额，当前市场反馈良好，未来毛利水平有望进一步提升。产能方面岳阳二期、江苏靖江项目已陆续完工投产，广东茂名项目也即将建成，茂名项目将增加菜籽初榨产能，产业链向上延伸，提高原材料掌握能力，经营稳定性增强，未来拟在兴平投资建设100万吨/年食用油加工项目，至此全国产能布局相对完善。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.17元、0.84元、1.54元，22-24年对应动态PE分别为70X/14X/8X。参考同行业2023年平均PE25倍，公司为菜籽油头部企业，未来盈利能力向好，且积极布局高端产品线，予以公司2023年25倍PE，维持“买入”评级，给予目标价21元。
- **风险提示:** 极端天气、自然灾害、原材料成本升高、消费需求不及预期等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5449.47	6241.23	7559.32	9396.77
增长率	3.07%	14.53%	21.12%	24.31%
归属母公司净利润(百万元)	-191.99	61.98	301.46	552.87
增长率	-350.96%	-67.72%	386.36%	83.40%
每股收益EPS(元)	-0.53	0.17	0.84	1.54
净资产收益率ROE	-8.08%	2.49%	10.81%	16.59%
PE	-23	70	14	8
PB	1.76	1.72	1.53	1.28

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

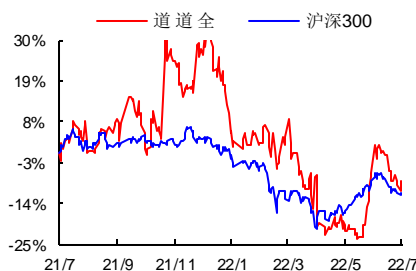
邮箱: xuq@swsc.com.cn

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)	3.59
流通A股(亿股)	2.86
52周内股价区间(元)	9.86-17.02
总市值(亿元)	43.22
总资产(亿元)	40.61
每股净资产(元)	6.47

相关研究

1. 道道全(002852): 渠道去库存短暂无压，轻装上阵弹性可期 (2021-08-26)

目 录

1 公司概况：食用油领先企业	1
2 原料成本回调，菜油加工行业盈利空间打开	2
2.1 原油价格存在回调预期，菜油价格或随之回落	2
2.2 植物油需求端结构调整，价格修复至正常水平	3
2.3 上游供给有望改善，支撑菜油价格回调	5
2.4 植物油市场稳步发展，菜籽油需求不断提升	7
3 利润空间迎改善，赛道龙头铸品牌	9
3.1 消费升级促菜油需求，优质产品受市场认可	9
3.2 积极进行产能扩张，致力做好渠道建设	12
4 盈利预测与估值	13
4.1 盈利预测	13
4.2 相对估值	14
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 公司 2021 年营收结构情况	1
图 2: 公司 2021 年毛利润结构情况	1
图 3: 2016-2022Q1 公司营业收入及增速	1
图 4: 2016-2022Q1 公司归母净利润及增速	1
图 5: 2008 年以来原油、菜油价格走势 (美元/桶)	2
图 6: 棕榈油、豆油、菜籽油现货均价 (元/吨)	3
图 7: 2008-2020 加拿大油菜籽产量 (万吨)	5
图 8: 2008-2021 年加拿大菜籽油出口量 (千吨)	5
图 9: 2002-2020 我国油菜籽播种面积 (千公顷)	6
图 10: 2006-2020 加拿大出口至中国油菜籽量 (千吨)	6
图 11: 2013-2020 中国居民人均食用油消费量 (千克)	7
图 12: 2021 年食用植物油消费结构	7
图 13: 2014-2020 中国食用植物油消费量 (万吨)	8
图 14: 2005-2021 中国食用植物油产量 (万吨)	8
图 15: 2007-2021 全球菜籽油产量 (百万吨)	8
图 16: 2021 年菜籽油主要生产国生产结构	8
图 17: 市场利润空间与公司归母净利走势	9
图 18: 公司部分菜籽油产品	12
图 19: 东方山茶油产品图	12

表 目 录

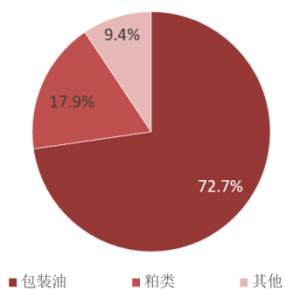
表 1: 欧盟生物柴油相关政策	4
表 2: 部分种植相关政策	6
表 3: 公司主要品牌介绍	10
表 4: 重要项目简介	12
表 5: 分业务收入及毛利率	14
表 6: 可比公司估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：食用油领先企业

1999 年道道全成立于湖南省岳阳市，后于 2017 年上市，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。公司始终专注于食用植物油加工领域的技术研发创新，组建了包括国家油菜籽加工技术分中心在内的多个研究中心以及平台，通过不断提高生产效率、更新技术，形成产品质量优势，主导产品“道道全”牌食用油系列产品以“口味纯正、营养健康、绿色安全”的特点而深受消费者喜爱，产品远销华中、西南、西北、华东、华南等二十几个省市，成为消费者心目中最具成长性和影响力的菜籽油品牌。公司不断践行企业社会责任，先后获得了“全国食用油加工五十强企业”、“全国放心粮油加工示范企业”、“国家农业产业化重点龙头企业”、“国家级守合同重信用企业”、“全国菜籽油加工 10 强企业”、“国家工业品牌培育示范企业”等诸多荣誉称号。

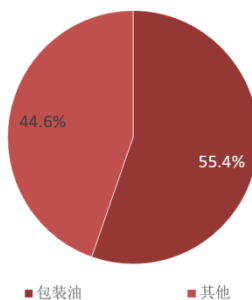
公司主营业务结构：公司主要产品包括包装油、粕类、其他产品三类，2021 年公司主营业务实现营业收入 54.5 亿元，三类产品收入分别为 39.6/9.7/5.1 亿元，分别占主营业务收入的比例为 72.7%、17.9%、9.4%，以包装油为主导。2021 年公司主营业务共实现毛利 9.4 亿元，包装油实现毛利 7.7 亿元，粕类亏损 4.6 亿元，从两块盈利业务实现毛利总和来看，包装油占比 55.4%，为公司利润主要来源。

图 1：公司 2021 年营收结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

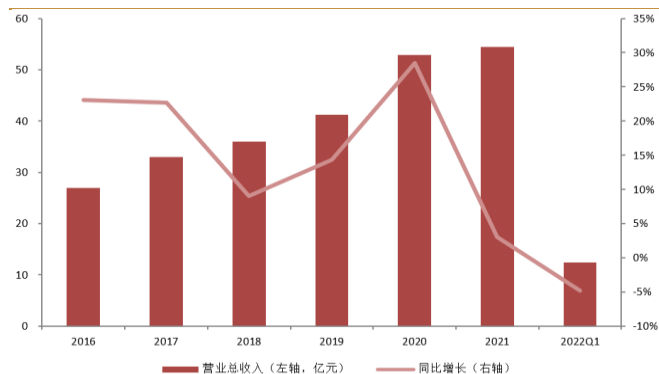
图 2：公司 2021 年毛利润结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：截至 2022 年 Q1，公司营业收入为 12.4 亿元，同比降低 4.9%，归母净利润为 -0.5 亿元，同比减少 166.2%，期间毛利率为 1.3%。2020、2021 年连续亏损主要是受到原材料价格上涨影响，毛利率分别为 7.1%、1.5%，且 2020 年扣非后归母净利润为 0.8 亿元，公司利用衍生金融工具对冲原材料价格和现货价值波动风险，产生 -2.2 亿元左右的损益。后随原材料价格逐步得到控制，公司稳健经营，有望实现盈利，发展前景向好。

图 3：2016-2022Q1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2016-2022Q1 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 原料成本回调，菜油加工行业盈利空间打开

2.1 原油价格存在回调预期，菜油价格或随之回落

菜油价格与国际原油价格紧密关联。原油价格走势来看，2008 年金融危机导致油价下跌，根据万得数据显示英国布伦特价格自 85 美元/桶下跌至 50 美元/桶，美国 WTI 自 74 美元/桶下跌至 44 美元/桶，幅度在 40% 左右。在此期间根据中国汇易统计数据，菜油价格由 318 美元/桶跌至 170 美元/桶，幅度在 46.5% 左右（数据原本单位为元/吨，后根据历史汇率转换货币，并根据国际上每桶油 158.98 升，原油密度 0.99 公斤/升的假设，计算出每桶油 0.16 吨，将单位转换为美元/桶）；2014 年-2016 年页岩油革命爆发导致供应过剩，之后 OPEC 采用增产保份额的策略持续扩产，油价接连暴跌，此间菜籽油于 2013-2014 年持续下跌，主要原因在于行业自身供需关系，2013 年全球菜籽产量 7153 万吨，同比增长 11.7%，菜籽库存量大幅提升，整体供应宽松故而下跌。于原油价格调整时，菜油价格已处于相对低位，故而表现较为稳定。后价格走势整体平稳，直至 2021 年以来全球石油需求逐步恢复，供给端来看，2021 年初沙特阿拉伯宣布将在 2、3 月份自愿大幅减产单边减产石油 100 万桶/日，从而带动价格上涨，后续 OPEC+ 联盟仍维持纪律性调节产能，下半年天然气、煤炭价格高企，原油价格受到向上推动，实现震荡上行，在此趋势下菜籽油价格同样出现上行。另一方面，疫情后全球央行普遍采取宽松的货币政策，原油等大宗商品价格普遍上涨，在此期间菜籽油与其保持同向走势，主要是因为我国油料种植面积和产量的增长难度较大，存在有植物油原料进口依存度较高的情况，因此受到国际经济政治形势、全球供需关系等诸多因素的影响，价格关联度较高，我们认为未来原油的价格走势将影响菜油走势。

图 5：2008 年以来原油、菜油价格走势（美元/桶）



数据来源：wind、中国汇易，西南证券整理

站在当前时点来看，未来原油价格或将回落，菜籽油原油价格下跌，食品油加工企业成本将得到有效控制。2022 年初受俄乌地缘冲突的影响，原油价格大涨，从供需角度来看，OPEC+ 维持产量计划不变，美国能源信息署（EIA）预计美国 7 月页岩油产量提高 14.3 万桶/日至 890 万桶/日，2022 年整体生产较 21 年有所增长，但仍未达到 2019 年的高点水平。需求端来看，全球经济增速放缓的背景下，EIA（美国能源信息署）于 7 月 18 日发布的报告中称，美国第二季度及 7 月初的汽油消费需求都较同期减少，从 4 月份第一周至 7 月份第一周，消费量同比下降 3%，叠加航煤受疫情反复的影响较大，整体相对乏力，供需关系将由

紧缺转向宽松。美联储加息，美元流动性边际收紧，能源通胀同样将迎来缓和，原油价格趋势向下，基于此判断基础，菜籽油价格将会回撤，我国菜籽油需求以食用为主，未来毛油作为原料得成本降低，加工销售企业盈利空间有望得到改善。

2.2 植物油需求端结构调整，价格修复至正常水平

从国际市场分析，菜籽油价格短期随植物油整体回调至常规水平，未来长期工业端需求逐步减弱，影响因子简化，将于正常水平附近，波动性降低。

欧盟是全球第一大生物柴油生产和消费地区，其相关政策的变化对于国际市场上相关商品的价格有相对显著的影响力。根据 USDA 数据显示，欧盟 21 年生物柴油产量预估为 1420 万吨，消费量为 1640 万吨，按照 2020 年全球生物柴油消费量 4220 万吨计算，占比约为 38.9%，欧盟仍需进口 270 万吨以满足需求。菜籽油在国际上尤其在欧盟地区，是重要的生物柴油生产原料，2021 年其在欧盟生物柴油生产原料中使用量达到 580 万吨，占比约为 40% 左右，位列第一。

绿色能源在不断发展的过程中法律、规章均随之完善，棕榈油、豆油作生物柴油原料将逐步减少。2022 年 6 月 9 日，据欧盟生物能源公司报道，欧洲议会环境委员会(ENVI)已经投票通过，将基于农作物的生物燃料限制在用于交通运输中的生物燃料总使用量的一半以下。另一方面《可再生能源指令 (RED II)》(修订)将该指令下的绿色能源目标转变为国家立法，该指令将于 2021-2030 年生效，棕榈油和豆油制成的生物柴油被列为 ILUC 高风险作物，其种植面积的扩张存在有破坏森林、湿地和泥炭等高碳储量的土地的情况，与发展绿色能源的核心目标背道而驰，因此 ILUC 高风险作物生产的生物燃料将逐步淘汰直至未来完全离开市场。

除此以外印尼棕榈油对外贸易政策的变动，使得国内库存压力偏高，供过于求价格走弱。从国际现货价格来看棕榈油、豆油、价格均存在一定幅度的回调，棕榈油自 6 月初 16370 元/吨左右，下调至 7 月中旬 8836 元/吨，跌幅约为 46%，豆油在相同时间段内自 13049 元/吨，下调至 9415 元/吨，跌幅约为 28%，菜籽油自 15033 元/吨下跌 26% 至 11073 元/吨，但三者仍处于历史高位。同为植物油，从历史走势观察，三者价格关联度较高，未来棕榈油进入产出旺季，仍面临较大库存压力，价格走势偏弱；另一方面加拿大今年 7 月以来气候相对稳定，油菜籽产量供应较 21 年明显改善，预计三大油脂未来将回调至正常水平。

图 6：棕榈油、豆油、菜籽油现货平均价（元/吨）



数据来源：wind、中国汇易，西南证券整理

从长期规划来看，植物油原料生物柴油的比例将会降低，长期来看菜籽需求或将回归食用。在 2018 年重修的《可再生能源指令（RED II）》中提及有：1）2030 年总体交通领域掺混比例达到 14%（目前主要的生物柴油消费国家交通燃料领域推广使用的均是生物柴油与化石柴油混合的调合燃料），据 USDA 测算当前掺混比例仅 8.1%；2）植物油原料生柴掺混上限将从 2021 年的 7% 下降到 2030 年的 3.8%；3）第二代生物燃料掺混下限将从 2021 年的 1.5% 上升到 2030 年的 6.8%；4）非食物为原料的先进生物燃料 UCOME 在 2030 年要求比例为 1.7%。所谓第二代生物燃料是指以非粮作物乙醇、纤维素乙醇和生物柴油等为代表，原料主要使用非粮作物，秸秆、枯草、甘蔗渣、稻壳、木屑等废弃物，以及主要用来生产生物柴油的动物脂肪、藻类等，其最核心的区别即在于是否以粮食作物为原料。未来植物油原料生物柴油比例降低，包括油菜、大豆、棕榈在内的粮食作物下游走向工业生物产油的需求减弱，站在国际角度来看，回归向使用需求的趋势明显，从而价格波动因素将逐渐剥离工业化因子，植物油价格整体将向正常水平调整，且波动幅度或将减弱。

表 1：欧盟生物柴油相关政策

时间	政策	主要内容
1997 年	《京都议定书》	欧盟 2008-2012 年减少 CO2 排放 8%；2007 年 3 月，欧盟各成员国领导人一致同意，单方面承诺到 2020 年将欧盟温室气体排放量在 1990 年基础上减少 20%。
2003 年	《在交通领域促进使用生物燃料油或其他可再生燃料油的条例》	生物燃料在欧盟交通运输燃料中的比例应当在 2005 年达到 2%，到 2010 年达到 5.75%，到 2030 年达到 25%。
2009 年	《可再生能源指令》（RED）	要求欧盟成员国 2020 年温室气体排放量比 1990 年减少 20%，可再生能源占比达到 20%，交通运输业中生物燃料使用占比不低于 10%。如果生物燃料的原料来源为废弃物、非食物纤维或木质纤维等，在计算运输部门生物燃料消费比例时，相比常规生物燃料其使用量遵循双倍计数原则。
2014 年	《2030 气候与能源框架协议》	2030 年前，将欧盟温室气体排放量与 1990 年相比减少 40%，欧盟能源消费中可再生能源占比将提高至 27% 以上。
2015 年	《生物柴油调和燃料的 B20/B30 标准》	允许在化石柴油中添加 20% 或 30% 的生物柴油，相比之前欧盟车用柴油标准，生物柴油与石化柴油的掺混比例进一步提高。
2016 年	《间接土地使用变化指令》（ILUC）	高 ILUC 风险燃料是由粮食和饲料作物生产的燃料，这些作物在全球范围内扩展到森林、湿地和泥炭地等碳储量高的土地。种植的扩张释放了大量的温室气体排放，抵消了使用生物燃料而不是化石燃料所带来的碳排放，因此限制计入可再生能源目标。
2018 年	《可再生能源指令 2》（RED II）	2030 年可再生能源消费比例达到 32%，其中可再生燃料在运输部门的占比达到 14%。
2021 年	《可再生能源指令（第二版）修订》	2030 年可再生能源消费比例达到 40%，其中可再生燃料在运输部门的占比达到 26%；植物油原料生柴掺混上限将从 2021 年的 7% 下降到 2030 年的 3.8%，第二代生物燃料掺混下限将从 2021 年的 1.5% 上升到 2030 年的 6.8%，非食物为原料的先进生物燃料 UCOME 在 2030 年要求比例为 1.7%。

数据来源：各项政策文件，西南证券整理

中国菜油价格与国际菜油价格关系紧密。我国菜油消费近九成仍属于食用需求，生物柴油原料以废油脂为主。我国生物柴油市场主要在欧盟地区，生物柴油出口成交价格持续上涨，根据中国海关数据，2021 年 1 月我国出口生物柴油月度均价为 6814 元/吨，至 2022 年 5 月上涨至 11421 元/吨，随欧洲地区生物柴油原料格局改变的要求逐步落实，废弃油脂以及微生物油脂的需求随之提升，可再生的更环保的生产生物柴油的比例日益提升是与发展生物柴油的保护地球的初衷相契合的，也是未来长期的发展趋势。从菜油的历史价格变化情况来看，即使中国菜油主要需求并非工业端，但因贸易、菜籽进口等原因其价格与世界菜油价格关联度高，未来在国际上整体植物油景气度降低，反应至国内菜油的价格亦会自当前较高水平回

落，而菜油加工行业获得毛油的营业成本将随之降低，盈利空间得到改善，有利于头部企业发展。

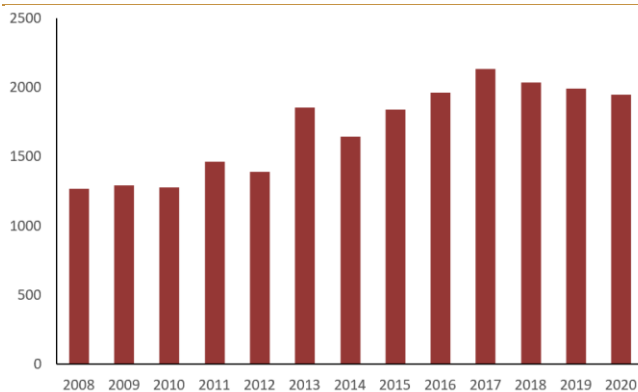
2.3 上游供给有望改善，支撑菜油价格回调

菜籽油产业链上游为油料作物的种植，后对油菜籽进行收购加工，压榨或是浸出精炼成油，随后进入终端的销售渠道，满足餐饮、养殖或是工业的需求。从上游油菜的种植来看，中国主要分为冬季油菜籽(9月底种植，5月底收获)和春季油菜籽(4月底种植，9月底收获)。冬油菜的面积与产量占90%以上，主要种植区域分布在长江流域，因气候温和、相对湿度大，冬季无严寒，有利于油菜的生长，也是主要的油菜产区，春油菜则主要分布于东北和西北地区，内蒙古海拉尔地区等地。从省份的角度来看，四川、湖北、安徽、湖南、河南、江苏、贵州、江西等地产量均靠前。

国内菜籽油供需存在一定缺口。中国作为世界第二大菜籽油消费主体，根据美国农业部数据，21年消费总量825万吨，同比增长0.7%。2001年以前菜油在我国植物油消费总量中居第一位，后随大豆、豆油、棕榈油进口量增加，当前于国内食用油消费市场占比位列第二，与欧盟不同的是我国菜籽油消费接近九成是作为食用，工业用占比较少。根据美国农业部数据，21年菜籽油产量为643.5万吨，同比增长3.1%，其间存在供需缺口则主要来自于进口，根据海关总署数，中国2021年菜籽油和芥子油进口量约为215万吨，同比增长11.4%。而根据美国农业部数据，21年美国、欧盟作为世界菜油的主要进口主体，进口量分别为194.5万吨、60.3万吨。

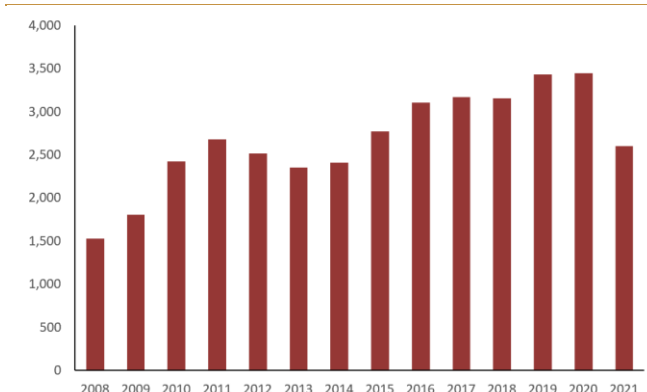
国际油菜籽产量有望迎来回升，加拿大作为全球第一大菜籽油出口国，其油菜种植的情况对于菜籽油的价格存在有较为重要的影响。加拿大油菜籽一般是4-5月开始播种，9月收割，21年7月加拿大遭遇罕见高温与干旱，不列颠哥伦比亚省利顿市的气温达到了47.5摄氏度，成为加拿大有记录以来出现的最高温度，而在11月又遭遇了暴雨、洪水、山体滑坡等自然灾害，对于农产品的生产均产生了极为不利的影响。加拿大农业部供需报告预计2021/22年度加拿大油菜籽供应为1450万吨，同比下降37%，且种子发育期间高温使得作物含油量降低，据加拿大谷物理事会发布的初步样本数据显示2021/22年度油菜籽平均含油率为41.9%，相比之下，上年为44.1%，五年平均水平为44.4%。上次含油率低于42%是在2003/04年度。当前整体播种情况已有所好转，根据加拿大统计局发布的最新数据，2022年加拿大油菜籽播种面积为2140万英亩，高于早先3月时预测的2090万英亩，同时今年7月整体气候较为稳定，加拿大整体生产情况较去年呈现恢复趋势。

图 7：2008-2020 加拿大油菜籽产量（万吨）



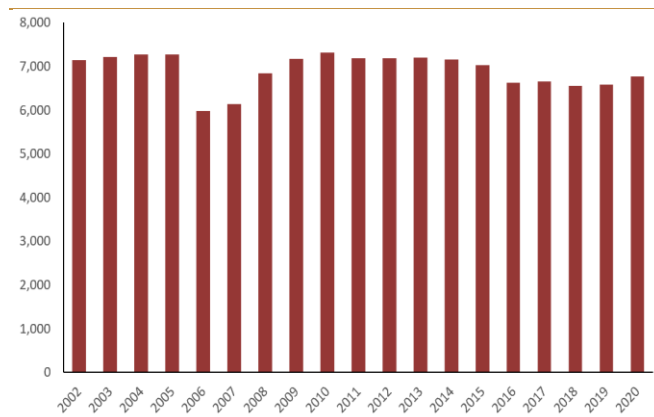
数据来源：联合国粮农组织，西南证券整理

图 8：2008-2021 年加拿大菜籽油出口量（千吨）

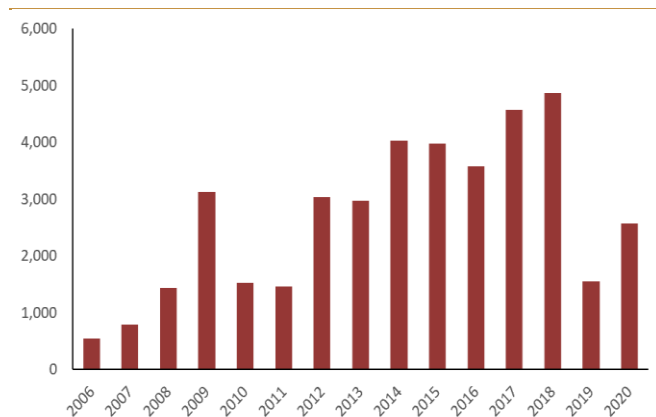


数据来源：美国农业部，西南证券整理

从我国油菜种植发展的历史角度来看，2002 年之前，菜籽油为食用植物油中占比第一的品类，而后随大豆进口增长、价格下降，其市场份额增加，种植油菜盈利空间缩小，根据国家统计局数据显示 2006 年全国油菜种植面积下降至 598.4 万公顷，从 2008 到 2015 年，我国在主产区连续实施 7 年的菜籽/菜籽油临储政策，从而促进其生产、保护农民利益。2015 年取消临储后行业迎来阵痛期，在进口菜籽成本偏低的情况下，菜籽/菜籽油进口量逐年提高，直至 2019 年因多次从加拿大进口的油菜籽中检出有害生物，中国海关于当年 3 月 1 日取消加拿大最大油菜籽公司理查森国际公司对华出口资格，3 月 26 日中国海关总署撤销了第二家加企威特发公司向中国出口油菜籽的许可证。而后两年进口量降低，菜籽油产能扩张与原料供应短缺的矛盾进一步凸显。

图 9：2002-2020 我国油菜籽播种面积（千公顷）


数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 10：2006-2020 加拿大出口至中国油菜籽量（千吨）


数据来源：加拿大油籽加工商协会，西南证券整理

国内油菜籽供应逐步提升。根据国家粮油信息中心 3 月发布《油脂油料市场供需状况月报》，预计 2021/22 年度我国油菜籽新增供给量 1660 万吨，同比减少 28 万吨，其中国内油菜籽产量 1430 万吨，较往年增长约 25 万吨，油菜籽进口量 230 万吨，有所减少。今年以来我国油菜籽价格呈现上涨趋势，农户种植积极性提高，2022 年 3 月国家粮油信息中心分析师郑祖庭表示，近 3 年我国油菜籽种植面积呈增加态势，若后期不出现极端天气，2022 年我国油菜籽产量有望再创历史新高，预计产量达到 1450 万吨以上。

我国将合理利用国内外资源保障菜籽油原料供应的稳定性和可持续性。《中共中央国务院关于 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》是指导“三农”工作的中央一号文件，文件指出要大力实施大豆和油料产能提升工程，让“油瓶子”里尽可能多装中国油，2 月 23 日中央农村工作领导小组办公室主任、农业农村部部长唐仁健介绍 2022 年全面推进乡村振兴重点工作时也提及，不仅是大豆，长江流域的油菜、北方、西北、华北地区的花生、以南方山地为主的油茶等木本油料，都要大力发展，油菜方面则主要是合理利用冬季闲田。进口方面，2022 年中国恢复此前两家加企对华出口资格，且存在自俄罗斯等国多元化进口菜系产品的发展趋势，整体贸易稳定，菜籽供应有望提升。

表 2：部分种植相关政策

政策	时间	主要内容
《2022 年农垦带头扩种大豆油料行动方案》	2022.4.7	落实地方政府分解下达的大豆油料扩种任务，确保全国农垦大豆种植面积达到 1460 万亩以上，力争超过 2020 年水平；实现油菜、向日葵、花生等油料作物播种面积稳中有增，确保全国农垦油料作物种植面积达到 460 万亩以上

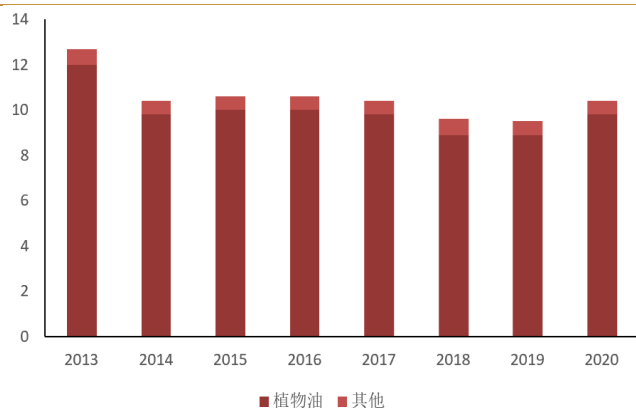
政策	时间	主要内容
《“十四五”全国种植业发展规划》	2021.12.29	提出到 2025 年，油菜种植面积从 2020 年的 1 亿亩上升至 1.2 亿亩的目标。在长江流域冬油菜产区，开发冬闲田扩种冬油菜，因地制宜选模式，水旱轮作优制度。充分发挥油菜不与粮争地的优势，大力推广油稻、油稻稻种植模式，构建科学合理的轮作制度。在北方春油菜产区，稳定面积，主攻单产，提升品质。因地制宜开展粮油轮作，重点在内蒙古大兴安岭地区、青海高海拔旱作农业区、甘肃陇中南部高寒二阴旱作区、新疆伊犁昭苏地区等无霜期较短区域发展甘蓝型春油菜生产。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021.3.13	夯实粮食生产能力基础，保障粮、棉、油、糖、肉、奶等重要农产品供给安全，实行粮食安全党政同责，持续加大支持力度，为加快推进种植业现代化提供了有力支撑。
《中共中央国务院关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见》	2020.1.2	进一步完善农业补贴政策，提早谋划实施一批现代农业投资重大项目，支持项目及早落地，有效扩大农业投资。以粮食生产功能区和重要农产品生产保护区为重点加快推进高标准农田建设。
《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	2019.1.3	调整优化农业结构。大力发展紧缺和绿色优质农产品生产，推进农业由增产导向转向提质导向，深入推进优质粮食工程。支持长江流域油菜生产，推进新品种新技术示范推广和全程机械化。

数据来源：农业农村部，西南证券整理

2.4 植物油市场稳步发展，菜籽油需求不断提升

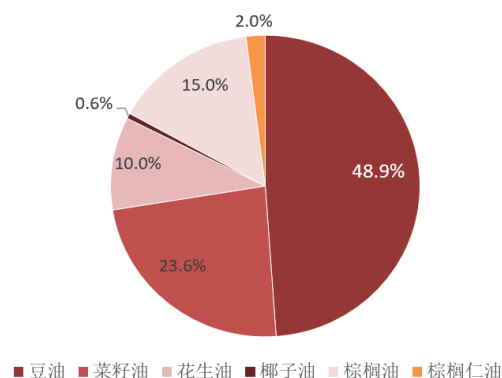
我国食用油消费结构以植物油为主。食用油是指制作食品过程中使用的，动物或者植物油脂，常温下为液态。根据原料、加工工艺以及品质等标准，常见种类包括有豆油、菜籽油、花生油、棕榈油、玉米油、山茶油、橄榄油以及芝麻油等。根据国家统计局最新数据显示，2020 年我国人均食用油消费量 10.4 千克，食用植物油人均消费为 9.8 千克。植物油消费中又以豆油、菜籽油、花生油、棕榈油为主。因中国农业信息网并未进行详细拆分，故而参考美国农业部数据，其将植物油拆分包括豆油、菜籽油、花生油、椰子油、棕榈油、棕榈仁油，2021 年 6 项共计 3498.6 万吨，豆油消费 1710 万吨，占比约为 48.9%，菜籽油消费量 825 万吨，占比约为 23.6%位列第二，第三为棕榈油，消费量 525 万吨占比约为 15%。

图 11：2013-2020 中国居民人均食用油消费量（千克）



数据来源：wind，西南证券整理

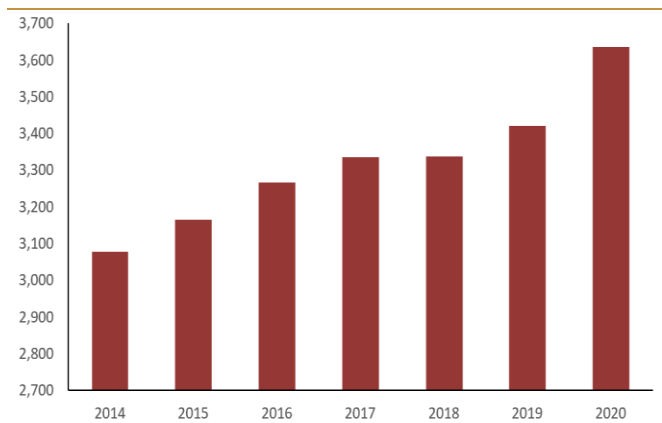
图 12：2021 年食用植物油消费结构



数据来源：美国农业部，西南证券整理

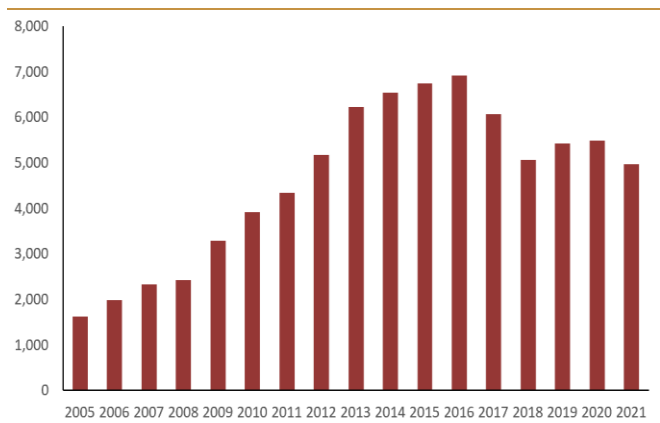
植物油市场相对成熟，处于稳步发展阶段。近年来植物油产量相对稳定，根据国家统计局数据，2021 年我国植物油生产量 4973 万吨，同比减少 10% 左右，从需求的角度看，我国食用油消费量自 2014 年以来稳步上升，由 3077 万吨提高至 2020 年 3635 万吨，复合增速约为 3.4%，食用油消费需求具有一定的刚性，当前市场已相对成熟，更多是随人口增长、经济发展而获得较为稳定的增速，预计未来仍将保持平缓上升的趋势。

图 13：2014-2020 中国食用植物油消费量（万吨）



数据来源：中国农业信息网，西南证券整理

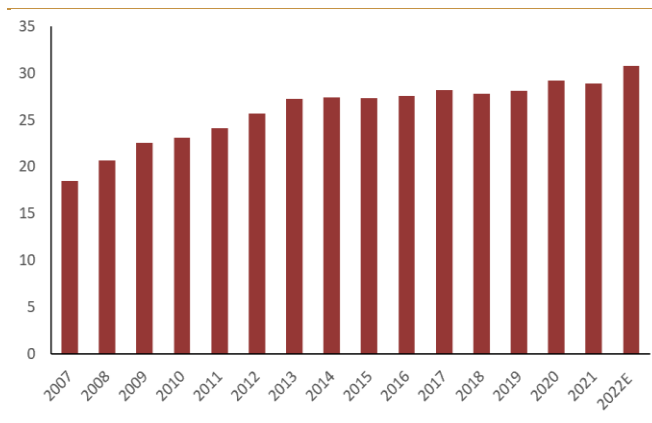
图 14：2005-2021 中国食用植物油产量（万吨）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

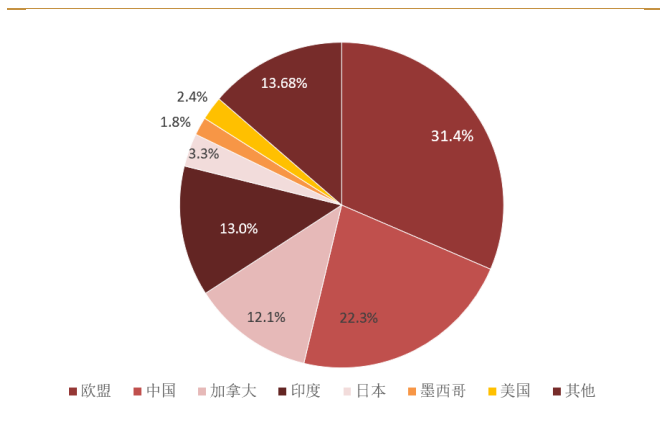
从世界供需角度来看，菜籽油市场迅速发展。菜籽油是中国主要食用油之一，色泽金黄或棕黄，有一定的刺激气味。主要取自甘兰型油菜和白菜型油菜的种子，含油量平均在 40% 左右，含蛋白质 21%-27%，磷脂约 1%。人体对于菜籽油吸收率高，其所含的亚油酸等不饱和脂肪酸和维生素 E 等营养成分有助于软化血管、延缓衰老，且其胆固醇含量极低。供给端来看，根据美国农业部数据 2021 年 2885 万吨，同比减少 1.13%，其中欧盟地区产量 907.2 万吨，占比 31.4% 位列第一，位列第二的是中国，生产量为 643.5 万吨，占比 22.3%，印度产量 374.5 万吨位列第三；加拿大生产 350 万吨。从需求角度看，2021 年全球菜籽油消费 2934 万吨，同比增长 3.2%，2012-2021 符合增速约为 2.3%。主要消费主体包括欧盟、中国、印度、美国，消费量以及占比情况分别为 31.1%、28.1%、12.6%、8.6%。近年来菜油用量不断提高除了饮食方面的需求外，还有生物燃料行业方面需求增加的原因，欧盟等地区运用菜油生产生物柴油工业的迅速发展，菜油的工业需求势头持续强劲，2020 年欧盟消耗 904 万吨菜油中，工业消费占比接近七成。

图 15：2007-2021 全球菜籽油产量（百万吨）



数据来源：美国农业部，西南证券整理

图 16：2021 年菜籽油主要生产国生产结构



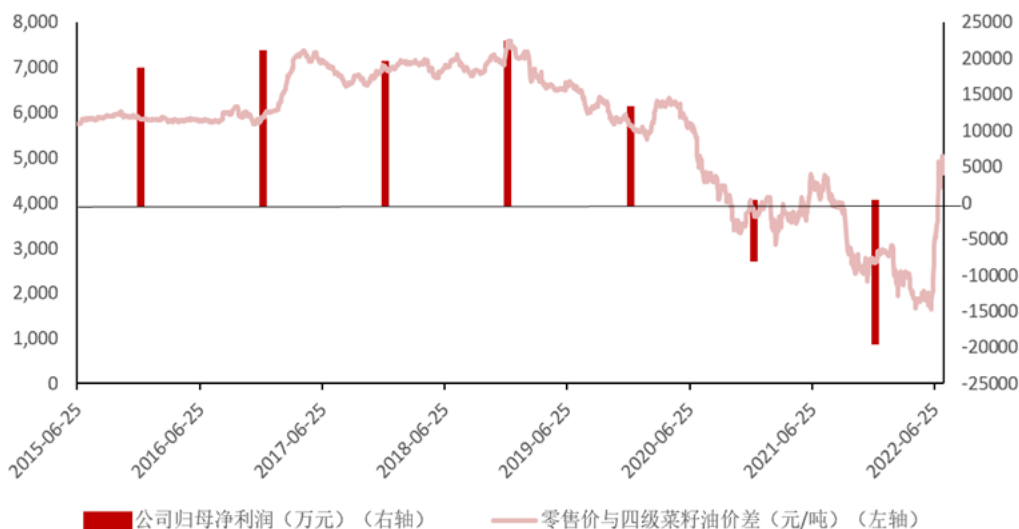
数据来源：美国农业部，西南证券整理

国内菜籽油消费向“品牌化”、“小包装化”、“高端化”和“细分化”的“四化”方向发展，行业集中度提升有利于龙头企业发展。菜籽油按照精炼程度分为四个等级，一级、二级精炼程度较高经过了脱胶、脱酸、脱色、脱臭等过程，具有无味、色浅、烟点高、炒菜油烟少、低温下不易凝固等特点；三级油和四级油的精炼程度较低，只经过了简单脱胶、脱酸等程序，但也保留了部分胡萝卜素、叶绿素、维生素E等。也可按油菜籽中油的芥酸含量分为普通菜籽油和低芥酸菜籽油，低芥酸菜籽油即芥酸含量不超过脂肪酸组成3%，低芥酸菜籽油具有降低血脂、缓解血栓的作用，近年来其相关研究逐步升入，在追求食品健康的趋势背景下，其市场空间广阔。

3 利润空间迎改善，赛道龙头铸品牌

公司盈利能力与菜籽市场行情紧密相关，未来盈利有望增强。通过将四级菜籽油市场价与36个城市菜籽油平均零售价作差，获得代表市场基本情况的毛油加工盈利水平，将其与道道全公司归母净利润相对比可以看出，其整体趋势相同。2019年以来原材料价格升高，零售菜油与四级菜油间差价不断缩小，即行业毛利空间被压缩，公司20、21年出现一定程度亏损，其中20年扣非后归母净利润为0.8亿元，公司利用衍生金融工具对冲原材料价格和现货价值波动风险，产生-2.2亿元左右的损益。从当前时点来看，22年下半年至今行业盈利水平迎拐点向上，后续公司盈利能力有望增强。

图 17：市场利润空间与公司归母净利走势



数据来源：wind、国家发改委、公司公告，西南证券整理





3.1 消费升级促菜油需求，优质产品受市场认可

在前文所分析菜籽油原油成本下降的趋势所带了的行业盈利空间改善，公司作为食用油头部企业，在品牌建设、产品质量、渠道以及地理位置上均具备有竞争优势。公司产品种类丰富、发展核心明确。公司以包装食用植物油为主要产品，包括菜籽油、大豆油、玉米油、葵花油及其调和油等植物油品种，自成立以来便以菜籽油系列包装油产品为经营核心，包括压榨菜籽油、原香菜籽油、醇香菜籽油、浓香菜籽油、纯正菜籽油、压榨玉米油、压榨葵花籽油、食用植物调和油等品类，是国内第一家以菜籽油加工为主的上市公司。

品牌建设方面，“道道全”品牌食用植物油已经具有一定市场认可度和品牌美誉度。“道道全”、“菜子王”、“金菜王”、“海神”等均为公司旗下知名食用油品牌，公司各系列产品以“口味纯正、营养健康、绿色安全”的特点而深受消费者喜爱，产品畅销华中、西南、西北、华东、华南等二十几个省市。2012 年，公司“道道全”商标被认定为“中国驰名商标”；目前，“道道全”系列三种产品被中国绿色食品发展中心认定为绿色食品 A 级产品，获得“绿色食品”认证。公司深知食用植物油行业进入品牌竞争阶段，市场的品牌集中度逐步提高，消费者的品牌忠诚度逐渐加强，公司应当合理运用并持续扩大自身品牌优势。

公司品牌价值的提升得益于与媒体的深度合作。近五年来，公司通过冠名湖南卫视《全球华人华侨春晚》、大型喜剧真人秀《头号惊喜》、重金投入特约赞助湖南卫视王牌综艺栏目《歌手》、特约赞助播出湖南卫视年度创新综艺大作《幻乐之城》；并持续加大央视等高端媒体战略合作，特约赞助播出央视一套《欢乐中国人》大型综艺节目，重点推进战略核心市场品牌建设。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，持续通过媒体扩大品牌影响力。未来公司将在巩固华中、西南、华东地区的市场地位的同时，加快西北、华南、华北等战略市场的品牌建设投入，未来有望进一步增强市场影响力。

表 3：公司主要品牌介绍

品牌名称	品牌特点	图标
道道全	国内菜籽油领域领先品牌，行业首家专注菜籽油领域的上市公司油脂品牌。二十几年始终专注于菜籽油领域的技术研发和创新，独创的冷冻脱蜡、充氮保鲜等专利技术，使得道道全品牌产品拥有极高的市场口碑。	 让饮食更养生
海神	道道全集团旗下专注餐饮油专业领域研发创新的餐饮油专业品牌，开创了餐饮桶装油、餐饮油软包装先河，始终引领餐饮油消费潮流，在华中、西南、华东等市场拥有很高的市场占有率。成为很多著名餐饮机构的指定产品。	
菜子王	国内风味菜籽油领导品牌，专注风味菜籽油专业领域的研究创新，产品线丰富，产品在西南、华东等部分区域市场享有很好的消费口碑。	 让生活更美味
金菜王	菜籽王公司旗下食用油专业品牌，以菜籽油、调和油、餐饮油等为主导产品，畅销西南市场，始终坚守产品品质和价格实惠，为广大消费者提供价廉物美的好产品。	

数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品优质，自成立以来稳健发展，取得市场的认可与多项荣誉。公司深知质量是食品企业的生命线，通过 ISO9001 质量管理体系认证，ISO22000 食品安全管理体系认证，硬件方面，公司配备油脂油料检测的各项专用检测设备，软件方面公司拥有专职检验人员，并在检测设备的基础上增加在线检测系统，且率先在行业内实现产品生产在线检测与可追溯系统，实现从产品原料到生产过程到消费者全过程的信息追踪，为提升和保证产品质量打下坚实基础，加强公司对终端市场的管控能力。

消费升级的过程中存在菜籽油替代豆油与调和油的趋势。一方面是由于居民对于健康的追求，2022年5月瞭望智库与中国民生银行信用卡中心联合发布了一份《消费指数报告》对GDP百强城市（2020年）中约100万居民的2021年信用卡消费数据进行随机抽样并进行分析，其结果表明三四线城市消费升级仍存在较大潜力，相较于一、二线城市相对稳定的消费结构，三四线城市消费升级的需求以及消费下沉带来的扩容的优渥土壤，将推动其消费增长。在此过程中食用油作为生活必需品，同样存在结构变化的可能，根据尼尔森统计数据，2019年小包装食用植物油中大豆油、调和油、菜籽油的销量占比分别为26%、20%、19%，从销售额的占比来看分别为14%、18%、18%，由此可见豆油和调和油较菜籽油存在价格优势。菜籽油作为一种传统的食用油，具有特殊香味胆固醇比较少，单不饱和脂肪酸含量高达80%以上，比较健康，也有将其称为“东方橄榄油”的说法，但其价格相较于橄榄油、山茶油等高端产品由更容易被消费者接受，因此在消费升级的过程中，其市场占比或将迎来提升。

另一方面，川湘菜市场空间广阔，带动菜籽油消费增加。随疫情得到有效控制，政府出台多项政策以帮助餐饮行业的复苏与稳定，包括税收减免、社保费减免、金融贷款支持等多个方面据中研网数据显示2021年川菜市场规模达6645亿元，湘菜市场规模约4200亿元，未来消费端进一步得到恢复，市场规模有望进一步扩大。互联网平台对餐饮业持续渗透，加快对下沉城市的覆盖，根据艾媒咨询显示，2020年中国外卖市场规模达到6646亿元，同比增长15%，外卖用户规模达到4.6亿人，同比增长7.8%。而根据美团外卖2019年公布的数据来看，川湘菜在所有品类中占比6.5%，订单量增长37%，于地方菜品类中占比第一。菜籽油被广泛应用于川湘菜制作，川菜取材广泛，调味多变，以善用麻辣调味著称；湘菜以湘江流域、洞庭湖区和湘西山区三种地方风味为主，烹制技艺精湛、味道调和精准。川湘菜的普及可能与人口流动、制作成本低廉、夜宵与食辣等多方面的因素有关，但从结果角度来看，川湘菜因物美价廉的优势而拥有广阔市场空间，而在此过程中不可或缺的菜籽油的市場空间亦有所保障。

随着经济不断发展，人们生活水平随之提高，而对于饮食健康标准的追求也迎来提升，人们在食用油选择时将健康观念置于重要位置，关注优质成分，精细化考究食材，讲求科学配比，在此背景下，对于高端食用油的需求应运而生：

高油酸菜籽油油酸含量更高，芥酸含量更低，根据中国粮油学会发布的《高油酸菜籽油》团体标准，高油酸菜籽油的油酸含量应当高于72%，亚麻酸含量2.0-9.3%之间，芥酸含量应当低于3%。油酸被称为“安全脂肪酸”，具有氧化稳定性高、降低胆固醇、降血脂等多种作用，其含量越高，产品品质愈佳，橄榄油、山茶油以及近年来的高油酸菜籽油、高油酸花生油均为高油酸植物油，但橄榄油、山茶油原料相对稀缺，单价较高。公司所推出的高油酸菜籽油其油酸含量>75%且 α -亚麻酸含量约为4%（茶油、橄榄油种 α -亚麻酸含量不足1%；芥酸含量低于1%，饱和脂肪酸低于7%。公司在湖南、内蒙古、湖北等地拥有高油酸油菜示范种植区，确保优质油菜籽原料的供应，采用低温压榨的方式，更大限度将植物甾醇、维生素E等营养活性物质保留。

22年5月1日公司**东方山茶油系列**上市并登陆央视，全球油茶籽油产量的九成以上均来自中国，茶油不含芥酸、胆固醇，茶油中不饱和脂肪酸高达90%以上，油酸达到80~83%，亚油酸达到7~13%。公司以打造100%纯天然的中国高端茶油品牌为目的，以100%纯山茶籽作为原料，采用成本更高更天然的物理压榨工艺制作，从原料选择到13道工序的严格把控，公司力求营养成分的保留。精美包装亦将有助于公司将其打造为对东方人、东方餐桌的专属献礼。

图 18：公司部分菜籽油产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 19：东方山茶油产品图



数据来源：淘宝旗舰店，西南证券整理

3.2 积极进行产能扩张，致力做好渠道建设

地理位置方面，公司把握长江流域优势，产能建设持续扩张。长江区域是我过主要的油菜籽产地以及菜籽油消费的主要地区，公司作为长江流域最大的菜籽油供应商，随着菜籽油品类的市场认可度提升，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。2017 年公司上市，发行 2500 万股，募集资金 11.8 亿元，岳阳临港新区食用油加工综合项目预计使用 7.2 亿元，重庆子公司“二期 600 吨/日食用油精炼项目预计使用 1.2 亿元，其余 2.8 亿元将用于营销网络建设项目。岳阳临港新区建成后形成 30 万吨/年的油料加工能力，通过增加部分外购油形成 30 万吨/年的原油精炼能力，预计可年产菜籽一级油（小包装）211,200 吨，菜籽浓香油（小包装）8,470 吨，大豆一级油（中小包装）60,000 吨，调和油（中小包装）20,330 吨，菜粕 120,280 吨，皂脚 10,150 吨，脂肪酸 1,050 吨，水化油脚 610 吨。重庆子公司“二期 600 吨/日食用油精炼项目的建设方案包括新建 12 个储油罐，储油能力 4 万吨；18 万吨/年食用油精炼工程。2021 年公司非公开发行股票 7000 万股，募集资金不超过 10 亿元，分别投入至：靖江食用油加工综合项目一期（2 亿）、岳阳食用油加工项目二期（1 亿）、茂名食用油加工项目（5 亿），为长远发展提供产能支撑。截至 2021 年结束，岳阳二期、江苏靖江项目已陆续完工投产，广东茂名项目也即将建成，茂名项目将增加菜籽初榨产能，产业链向上延伸，提高原材料掌握能力，经营稳定性增强。2021 年 7 月公司发布公告表示，与兴平市人民政府签订项目投资协议，拟在兴平市投资建设 100 万吨/年食用油加工项目，标志着公司完成了西北地区的产能布局，至此全国产能布局相对完善。

表 4：重要项目简介

项目名称	资金投入	是否建成	项目描述
靖江食用油加工综合项目一期	6 亿元（非公开募集资金投入 2 亿元）	是	利用靖江的区位优势，结合多年在华东地区经营运作和品牌推广，替换原有南京子公司落后产能。打造具有先进技术水平的食用油脂精制、灌装以及油脂油料中转储运与贸易基地。项目建成后形成 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。
岳阳食用油加工项目二期	3.1 亿元（非公开募集资金投入 1 亿元）	是	本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。依托公司菜籽油市场基础，

项目名称	资金投入	是否建成	项目描述
			培育推广高油酸概念的营养健康高端食用油，促进下游菜籽油消费市场的结构性升级。建成后形成冷榨、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。
茂名食用油加工项目	10 亿元（非公开募集资金投入 5 亿元）	90% (21 年年报)	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。建成后形成 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。
兴平市 100 万吨/年食用油加工项目	总投资 15 亿元	否	新建 15-20 个储油罐，储油能力 10-15 万吨；新建 3000 吨/日油料加工、1000 吨/日油脂精炼、1000 吨/日包装食用油灌装、1000 吨/日冬化、8000 万只/年油瓶车间及相关配套设施，综合年产能 100 万吨，建设总工期预计 24 个月。

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司销售渠道铺设广泛，营销经验丰富。公司当前以经销为主，未来将直销与经销并行，共通推动公司业务拓展。2021 年公司通过经销实现营业收入 35.6 亿元，占比为 65.4%，较 20 年降低 7 个百分点，直销实现营收 18.9 亿元，占比为 34.6%。公司现有区域经销商 1163 家，按照平均每个区域经销商 600 个合作销售网点测算，公司拥有约 70 万个直通消费者餐桌的销售网点。公司通过经销商将产品迅速发送至销售网点，并对销售网点的陈列、布局进行合理规划与管理，并在发展过程中持续进行考核进步，对于部分销售能力欠缺的经销商进行调整与整合，于此过程之中不断发展壮大。同时，公司加大直销力度，设立营销公司和电商公司，负责公司产品在大型连锁 KA 卖场、线上平台的销售。21 年线上直销实现收入 2.1 亿元，同比增长 245%，于直销收入中占比 11.1%。

公司持续进行新产品研发，争为食用油健康化做出贡献，成长性有望逐步体现。2021 年公司研发费用 576.4 万元，公司主要研究方向包括：1) 菜籽油物理焙香工艺技术，利用新工艺提升产品风味，稳定产品质量，降低生产成本；2) 高油酸油菜产业链研究及应用，主要是开发高端菜籽油产品，并从产业链角度考虑，确保高油酸菜籽油资源供应。同时公司组建了国家油菜籽加工技术研发分中心、企业院士工作站、省级企业技术中心、岳阳市工程技术研究中心等一批科研平台，拥有冷冻脱蜡、氮气定量检测等一批发明专利技术。在生产过程中坚持以“工业 4.0”为目标，引进、开发、整合了先进的智能装备与信息化系统，逐步实现由传统加工向智能制造的转型升级与创新发展。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：考虑到未来菜籽供应增加，公司原材料成本降低，且公司布局高端菜籽油产品，预计 2022-2024 年公司包装油销量增速为 15%/24%/28%，对应毛利率分别为 6%/13%/15%。

假设 2：菜粕主要为菜籽油压榨生产的过程种所产生的产品，在假设菜粕市场相对稳定价格不发生剧烈波动的情况下，结合 22 年养殖板块价格景气度有所回升，预计 2022-2024 年公司菜粕业务销量增速为 15%/15%/15%，对应毛利率分别为 3%/3%/3%。

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
包装油	收入	3962.68	4557.08	5650.78	7233.00
	增速	-4.31%	15.00%	24.00%	28.00%
	毛利率	1.81%	6.00%	13.00%	15.00%
菜粕	收入	973.52	1119.55	1287.48	1480.60
	增速	42.20%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-4.71%	3%	3.00%	3.00%
其他	收入	513.27	564.60	621.06	683.16
	增速	11.16%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	12.21%	6.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	5,449.47	6,241.23	7,559.32	9,396.77
	增速	3.07%	14.53%	21.12%	24.31%
	毛利率	1.63%	5.46%	10.64%	12.38%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取行业中的两家相关公司：金龙鱼、苏垦农发，二者 2023 年平均 PE 为 25 倍，公司为菜籽油头部企业，未来盈利能力向好，且积极布局高端产品线，予以公司 2023 年 25 倍 PE，维持“买入”评级，给予目标价 21 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
300999	金龙鱼	45.81	0.76	1.09	1.39	1.67	82.58	42.99	33.53	27.98
601952	苏垦农发	13.18	0.53	0.69	0.78	0.82	22.27	19.02	16.98	16.15
平均值							52	31	25	22
002852	道道全	12.04	-0.53	0.17	0.84	1.54	-23	70	14	8

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

极端天气、自然灾害、原材料成本升高、消费端需求不及预期等。

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	5449.47	6241.23	7559.32	9396.77	净利润	-198.05	62.50	304.66	560.53
营业成本	5360.90	5900.34	6755.05	8233.25	折旧与摊销	71.31	194.39	215.33	226.27
营业税金及附加	14.25	15.50	19.11	23.61	财务费用	30.46	32.76	17.79	-4.87
销售费用	118.40	158.53	279.70	366.47	资产减值损失	-49.70	-10.00	-10.00	-5.00
管理费用	83.87	96.74	196.54	250.89	经营营运资本变动	78.47	-339.73	-162.87	-242.65
财务费用	30.46	32.76	17.79	-4.87	其他	-19.82	-28.75	5.79	-1.77
资产减值损失	-49.70	-10.00	-10.00	-5.00	经营活动现金流净额	-87.33	-88.83	370.69	532.51
投资收益	-73.66	20.00	8.00	8.00	资本支出	-567.96	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	14.29	0.00	0.00	0.00	其他	-105.28	23.53	-6.51	-0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-673.24	13.53	-16.51	-10.50
营业利润	-251.24	67.36	309.15	540.42	短期借款	48.07	6.35	-270.49	-435.02
其他非经营损益	2.83	-2.01	-2.17	-2.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-248.41	65.35	306.98	538.30	股权融资	789.89	0.00	0.00	0.00
所得税	-50.36	2.85	2.32	-22.23	支付股利	-27.40	0.00	0.00	0.00
净利润	-198.05	62.50	304.66	560.53	其他	-41.81	-31.62	-17.79	4.87
少数股东损益	-6.07	0.52	3.20	7.66	筹资活动现金流净额	768.75	-25.28	-288.28	-430.14
归属母公司股东净利润	-191.99	61.98	301.46	552.87	现金流量净额	8.56	-100.57	65.90	91.87
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	412.63	312.06	377.97	469.84	成长能力				
应收和预付款项	299.86	380.11	446.50	539.58	销售收入增长率	3.07%	14.53%	21.12%	24.31%
存货	858.13	992.10	1126.64	1382.42	营业利润增长率	-633.55%	-73.19%	358.97%	74.81%
其他流动资产	202.86	192.89	240.11	286.10	净利润增长率	-356.69%	-68.44%	387.45%	83.99%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1273.27%	97.04%	84.12%	40.49%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2018.18	1851.68	1664.23	1465.84	毛利率	1.63%	5.46%	10.64%	12.38%
无形资产和开发支出	155.97	138.08	120.20	102.31	三费率	4.27%	4.61%	6.54%	6.52%
其他非流动资产	174.96	184.96	194.96	204.96	净利率	-3.63%	1.00%	4.03%	5.97%
资产总计	4122.59	4051.88	4170.61	4451.06	ROE	-8.08%	2.49%	10.81%	16.59%
短期借款	809.02	815.36	544.87	109.86	ROA	-4.80%	1.54%	7.30%	12.59%
应付和预收款项	472.43	533.55	607.58	740.42	ROIC	-6.59%	3.18%	10.38%	17.45%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-2.74%	4.72%	7.17%	8.11%
其他负债	391.32	189.51	200.03	222.14	营运能力				
负债合计	1672.77	1538.42	1352.49	1072.41	总资产周转率	1.44	1.53	1.84	2.18
股本	359.00	359.00	359.00	359.00	固定资产周转率	4.98	4.15	4.92	6.48
资本公积	1769.93	1769.93	1769.93	1769.93	应收账款周转率	64.42	71.56	73.63	73.75
留存收益	474.18	536.16	837.62	1390.49	存货周转率	5.99	6.14	6.21	6.40
归属母公司股东权益	2393.80	2456.92	2758.38	3311.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.71%	—	—	—
少数股东权益	56.02	56.54	59.74	67.41	资本结构				
股东权益合计	2449.83	2513.46	2818.12	3378.65	资产负债率	40.58%	37.97%	32.43%	24.09%
负债和股东权益合计	4122.59	4051.88	4170.61	4451.06	带息债务/总负债	48.36%	53.00%	40.29%	10.24%
					流动比率	1.12	1.29	1.73	2.71
					速动比率	0.58	0.61	0.84	1.31
					股利支付率	-14.27%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.53	0.17	0.84	1.54
					每股净资产	6.82	7.00	7.85	9.41
					每股经营现金	-0.24	-0.25	1.03	1.48
					每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	-149.47	294.51	542.27	761.82					
PE	-22.51	69.74	14.34	7.82					
PB	1.76	1.72	1.53	1.28					
PS	0.79	0.69	0.57	0.46					
EV/EBITDA	-30.13	15.67	7.86	4.89					
股息率	0.63%	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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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
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
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn