

道道全(002852)

报告日期: 2022年09月22日

## 周期处于拐点, 扩产能再获成长

### ——道道全深度报告

#### 投资要点

##### □ 公司概况: 菜籽油细分赛道龙头

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产品为主。2014年至2020年食用油销量从21.54万吨增长至44.63万吨, 年复合增速12.9%, 2021年实现营业收入54.5亿元, 近十年年复合增速为10.2%。公司立足华中, 已逐步成长为菜籽油细分赛道的龙头。

##### □ 行业: 上游原材料价格处于下行周期

从2020年起, 油脂油料开启新一轮快速上涨周期, 包括公司在内的加工企业处于亏损局面。随着美国重启加息周期, 美元强势将导致大宗农产品进入下行周期, 从油脂供给来看, 棕榈油增产预期较强, 累库加速, 供需愈发宽松。其他油籽产量也将增加293万吨至6.46亿吨。油籽压榨上调246万吨至5.32亿吨, 使得全球油脂库存预计将反弹至3004万吨。菜籽方面, 2022/2023年度全球油籽产量增加225万吨至8248亿吨。油脂供应充足以及库存的增加, 我们预计油脂价格仍将继续回调。

##### □ 公司盈利拐点向上, 扩产能再获成长

6月以来上游油脂油料价格开始趋势下跌, 预计菜籽原油价开启下跌趋势, 公司的盈利水平将迎来拐点。定增新建产能达产后, 压榨产能从34.5万吨增长至100.5万吨, 罐装产能从47.4万吨增长至116.4万吨, 产能翻倍, 产能布局上加码华东及华南市场。

##### □ 产品升级&区域扩张&渠道拓展

**产品升级:** 公司推出了高油酸菜油以及东方山茶籽油等高端品牌, 升级产品获得市场不错的反响, 同时积极赞助媒体扩大品牌影响力, 在菜籽油品牌知名度仅次于金龙鱼与福临门。**区域扩张:** 随着靖江、茂名相继投产。继续巩固华中市场, 扩大华东、华南市场份额, 从区域龙头迈向全国。**渠道拓展:** 公司合作经销商从2016年的561家增加至2021年的1163家, 同时加大线上等直销渠道的开拓。

##### □ 盈利预测与估值

预计公司2022/23/24年分别实现营收74.1/110.0/116.5亿元, 同比增长35.94%/48.42%/5.92%; 实现归母净利润0.94/4.58/6.06亿元。参考公司2018年以前的估值水平以及食品加工的估值, 我们给予公司2023年净利润PE估值为20倍, 公司合理市值在91.6亿元, 目标价为25.5元/股, 给予“买入”评级。

##### □ 风险提示

原材料产品价格大幅波动、食品安全风险。

#### 投资评级: 买入(首次)

分析师: 孟维肖

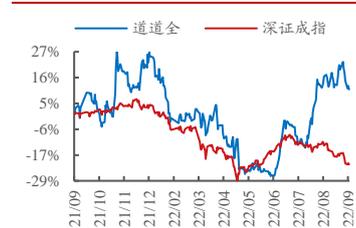
执业证书号: S1230521120002

mengweixiao@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥14.85
总市值(百万元)	5,331.15
总股本(百万股)	359.00

#### 股票走势图



#### 相关报告

#### 财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5449	7408	10995	11647
(+/-) (%)	3.07%	35.94%	48.42%	5.92%
归母净利润	-192	94	458	606
(+/-) (%)	/	/	386.99%	32.30%
每股收益(元)	-0.53	0.26	1.28	1.69
P/E	-30.05	61.30	12.59	9.51

资料来源: 浙商证券研究所

## 投资案件

### ● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) 公司作为菜籽油细分领域的龙头，随着定增产能的逐步达产，产能得到翻倍，预计未来3年将获得高速增长，另外公司上游油菜籽及菜籽油均将周期向下，成本端获得大幅改善，盈利能力得到大幅增强。

2) 预计公司2022/23/24年分别实现营收74.1/110.0/116.5亿元，同比增长35.94%/48.42%/5.92%；实现归母净利润0.94/4.58/6.06亿元。

3) 参考公司2018年以前的估值水平以及食品加工的估值，我们给予公司2023年净利润PE估值为20倍，公司合理市值在91.6亿元，目标价为25.5元/股，给予“买入”评级。

### ● 关键假设

1)、包装油及散装油业务：公司目前定增扩张产能陆续达产，公司压榨/精炼/产能已达到100.5/114.5/116.4万吨，考虑到新增产能的爬坡过程，我们预计包装油2022/23/24年销量为46.5/69.8/81.5万吨，散装油的销量为4.5/8.0/7.8万吨。价格方面，由于产量迅速提升散装油销售增加以及终端售价随原材料价跌向下调价，预计2022/23/24年包装油/散装油销售价格为11500/11000/10500元/吨。毛利率方面，成本主要是采购菜籽油，预计菜籽油价格未来是下行趋势，但终端售价调整稍微滞后，加上公司压榨产能得逐步释放，对上游原材料得成本优化更加明显，预计包装油毛利率2022/23/24年分别为7.5%/11.0%/13.0%，散装油分别为5.0%/6.0%/6.0%。

2)、粕类业务：粕类业务主要是公司压榨产能的副产品，随着茂名压榨产能得达产以及产能爬坡，我们预计2022/23/24年分别29.0/48.2/48.2万吨，目前菜粕现货价在3500左右，未来菜粕价格也在下行趋势，预计销售价格为2900/2800/2700元/吨，毛利率随油菜籽成本波动呈现相对稳定，分别为3.5%/4.0%/4.0%。

### ● 我们与市场的观点的差异

市场认为菜籽油价格虽有调整但仍处于较高位置，对于后市的判断较难掌握，且公司产能大幅扩张后以经销模式为主的销售模式难以快速打开市场。我们通过分析上游油籽供给增长，压榨增加后库存进一步提升，判断后市油脂将进入下降周期，成本端得到大幅修复，另外公司增加压榨产能一定程度可以提升成本的波动，前期终端提价短期内不会随成本变动，公司毛利率得到极大改善。市场开拓上，公司通过产品品牌升级具有较高品牌认知度，借助湘菜市场扩张可顺利打入华东及华南市场，同时也加大直销力度，我们认为公司能再次获得成长。

### ● 股价上涨的催化因素

- 1、菜籽油价格下降
- 2、公司产能释放，产销快速增长

### ● 风险提示

原材料产品价格大幅波动、食品安全风险。

## 正文目录

<b>1 菜籽油细分领域龙头</b> .....	<b>6</b>
1.1 聚焦菜籽油细分领域 .....	6
1.2 稳健成长，短期业绩受上游成本波动 .....	6
<b>2 食用油平稳增长，上游价格波动加剧加速行业集中度提升</b> .....	<b>8</b>
2.1 食用油行业平稳增长，消费向高质健康切换 .....	8
2.2 菜籽油有望随餐饮消费转变提升份额 .....	9
2.3 菜籽油上游价格波动加剧，中小企业逐步退出 .....	11
2.4 上游油脂有望迎来周期反转 .....	12
<b>3 周期拐点盈利即将改善，扩张产能再获成长</b> .....	<b>16</b>
3.1 短期原材料价格波动侵蚀利润空间，周期拐点已现 .....	16
3.2 定增扩张产能，突破产能瓶颈 .....	17
3.3 产品升级&区域扩张&渠道拓展，公司再获新增长 .....	19
<b>4 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>22</b>
4.1 盈利预测 .....	22
4.2 估值分析 .....	23
<b>5 风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 公司主要产品为菜籽油.....	6
图 2: 公司股权结构.....	6
图 3: 公司营收稳步增长(亿元).....	7
图 4: 公司净利润波动较大(亿元).....	7
图 5: 公司食用油销量保持增长态势(万吨).....	7
图 6: 公司收入结构(亿元).....	8
图 7: 公司毛利润结构(亿元).....	8
图 8: 公司毛利率和净利率.....	8
图 9: 公司期间费用率.....	8
图 10: 国内食用植物油消费量(万吨).....	9
图 11: 国内食用油发展历程.....	9
图 12: 国内主要食用油消费增长趋势(千吨).....	10
图 13: 国内主要食用油消费结构(2021年).....	10
图 14: 菜籽油的主要消费区域.....	10
图 15: 湘菜市场预测(亿元).....	10
图 16: 湘菜迎来快速发展.....	11
图 17: 菜籽油的业务模式.....	11
图 18: 国内油菜籽供给(千吨).....	12
图 19: 国内菜籽油供给(千吨).....	12
图 20: 油菜籽价格持续上涨(元/吨).....	12
图 21: 菜籽油价格有所回落(元/吨).....	12
图 22: 大宗农产品进入下行周期(元/吨).....	13
图 23: 大豆价格与美元指数存在负相关关系(元/吨).....	13
图 24: 美国重启加息周期.....	13
图 25: 三大油脂进入下行周期(元/吨).....	14
图 26: 印尼棕榈油出口政策调整.....	14
图 27: 印尼棕榈油产销情况(万吨).....	15
图 28: 马来棕榈油产销情况(万吨).....	15
图 29: 降水充沛利好棕榈产出.....	15
图 30: 全球油籽产量创新高(百万吨).....	16
图 31: 油菜籽产量创新高(百万吨).....	16
图 32: 公司业务模式.....	16
图 33: 原材料是公司主要成本构成.....	16
图 34: 公司毛利率与菜籽油价格成反比(元/吨).....	17
图 35: 菜籽油零售价涨价(元/升).....	17
图 36: 豆油零售价涨价(元/升).....	17
图 37: 产能利用率持续提升.....	18
图 38: 公司包装油产销两旺(万吨).....	18
图 39: 公司达产后拥有产能翻倍.....	19
图 40: 公司主要产品.....	19
图 41: 新推出产品.....	19
图 42: 高油酸菜籽油脂肪酸含量远高于其他品类.....	20

图 43: 品牌体系 .....	20
图 44: 品牌赞助 .....	20
图 45: 国内菜籽油品牌榜 .....	21
图 46: 公司业务仍以华中为主 (亿元) .....	21
图 47: 不断发展经销商合作 (家) .....	22
图 48: 发力直销模式 .....	22
图 49: 历史公司估值 (PE) .....	24
表 1: 常见食用油脂脂肪酸含量 .....	9
表 2: 新建产能情况 .....	18
表 3: 公司盈利预测 (百万) .....	23
表 4: 可比公司估值 .....	23
表附录: 三大报表预测值 .....	25

## 1 菜籽油细分领域龙头

### 1.1 聚焦菜籽油细分领域

公司主要从事食用植物油的研究、生产和销售，目前以包装菜籽油类产品为主。公司成立于1999年，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。主要产品按原材料不同可分为纯菜籽油、菜籽调和油和其他油品；按是否包装可分为散装油和包装油。

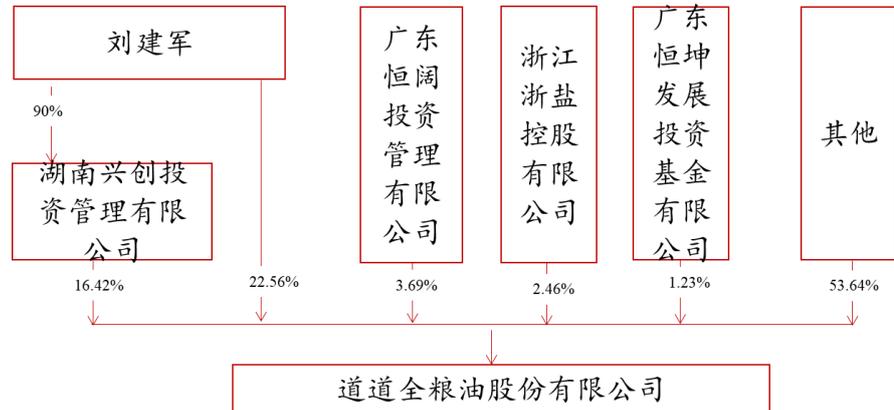
图1：公司主要产品为菜籽油



资料来源：公司招股说明书、浙商证券研究所

公司股权相对集中。公司实际控制人为刘建军先生，担任公司董事长兼任总经理，直接持股22.56%，并通过湖南兴创投资管理有限公司间接控股公司14.62%股份。

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

### 1.2 稳健成长，短期业绩受上游成本波动

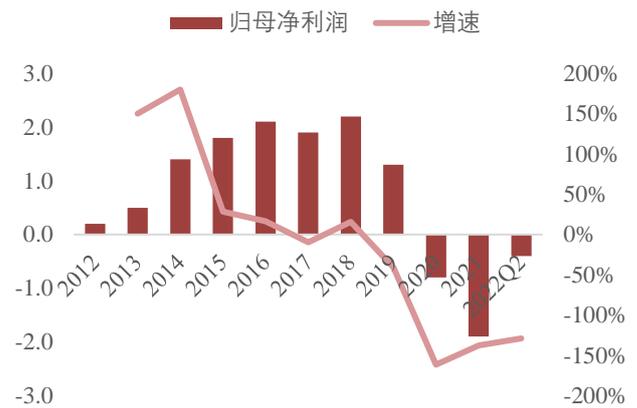
营收稳步增长，盈利水平受上游原料价格波动影响较大。公司2021年实现营业收入54.5亿元，近十年年复合增速为10.2%，2021年营收同比增长3.1%，主要是因为食用植物油原料价格大幅波动且持续上行成本不断上涨叠加需求的疲软不振。盈利方面，公司2018年以前呈较为稳定增长趋势，2019年菜籽油开始缓慢上扬，2020年以后涨价加剧，导致2019年至2021年盈利下滑甚至出现亏损。受原材料高价的影响，2022年Q1营业收入出现同比下滑4.8%，净利润继续亏损0.5亿元。

图3: 公司营收稳步增长(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

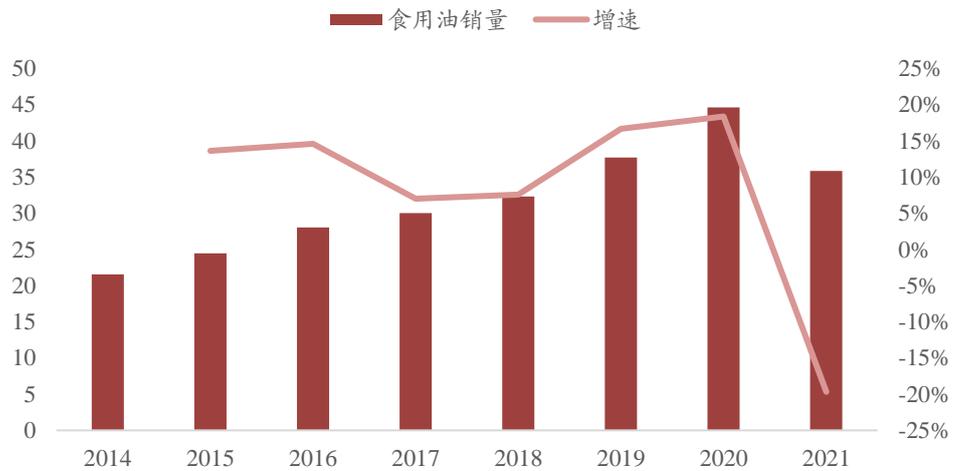
图4: 公司净利润波动较大(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**食用油销量增长是收入增长的核心驱动力。**公司2014年至2020年食用油销量从21.54万吨增长至44.63万吨，年复合增速12.9%，销量的持续增长是公司营收增长的核心驱动力。2021年食用油销量35.85万吨，同比下降了19.7%，主要是宏观经济面临下行压力，消费者消费意愿有所降低；另外原材料价涨侵蚀利润，公司调减产销所致。

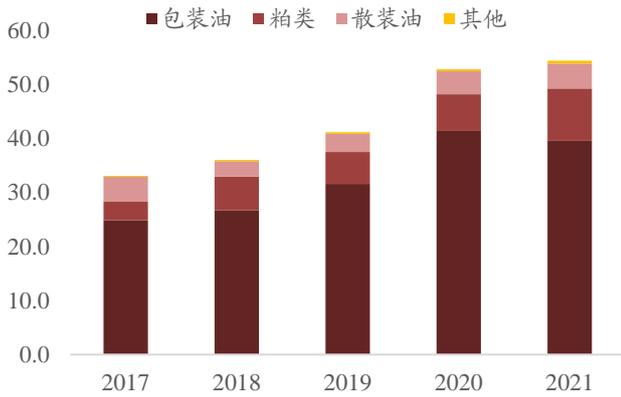
图5: 公司食用油销量保持增长态势(万吨)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

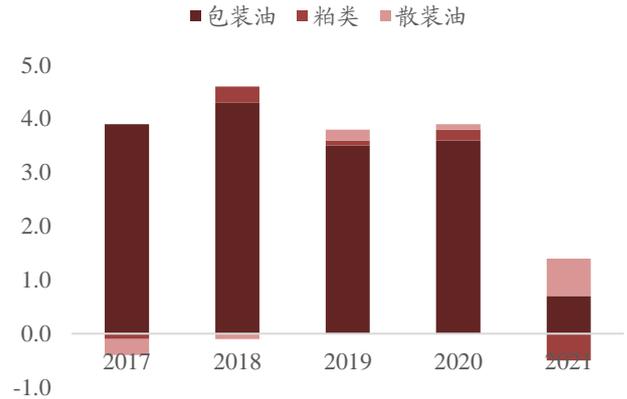
**包装油贡献主要营收及毛利润。**从公司的收入结构来看，主要营业收入来自包装油的销售，占比在70%以上，其他主要为压榨生产的粕类以及散装油，分别占比在15%及8%左右。从毛利润贡献来看，2020年以前，包装油贡献90%以上，2021年由于包装油毛利率下滑明显，毛利润占比为78%。

图6: 公司收入结构(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图7: 公司毛利润结构(亿元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

毛利率和净利率受上游原材料周期性波动影响明显。菜籽油价格在2012-2014年持续走低,公司毛利率一路攀升至2015年的16.9%,2017年菜籽油价格有阶段性反弹,导致毛利率跌至10.6%,而2019年后菜籽油进入新一轮涨价周期导致公司毛利率一直下跌至2021年1.7%。

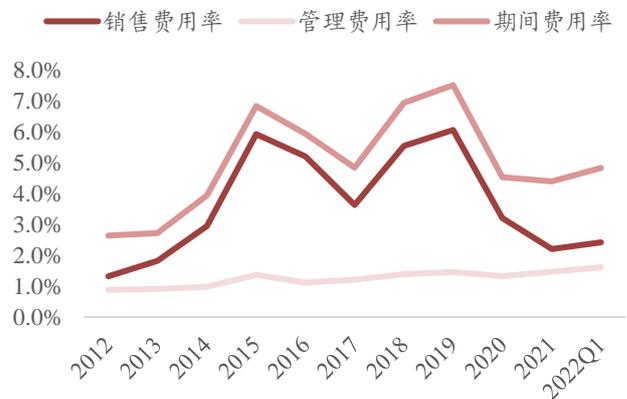
销售费用与年度大额广告费投入有关,管理费用率较稳定。公司销售费用率在2015年与2019年分别达到5.9%、6.1%,主要来自于广告宣传推广费的投入大幅增长。

图8: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图9: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

## 2 食用油平稳增长, 上游价格波动加剧加速行业集中度提升

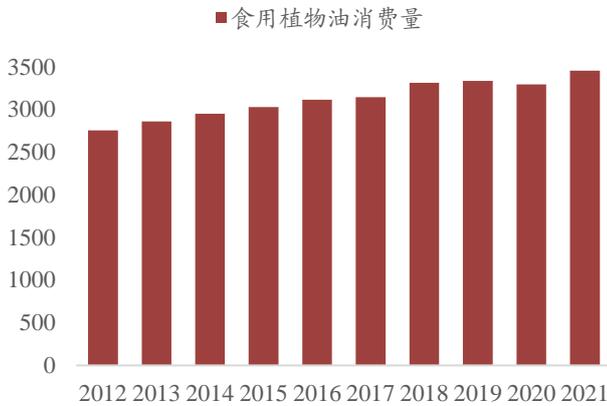
### 2.1 食用油行业平稳增长, 消费向高质健康切换

国内食用油市场保持持续增长。国内食用油消费量从2012年的2755万吨增长至2021年超3458万吨,期间年均复合增速约2.6%左右,总体呈现稳定增长趋势。

消费理念逐步向高质健康转变。我国食用油加工业经过90年代以前供给严重短缺,自90年代后期逐步开放后,产能与消费快速提升,在2011年后食用油加工产能出现过剩局面,而随着居民收入及消费水平的提高,对于食用油消费需求由量转向高品质、健康化,

追求对油脂营养成分的均衡。菜籽油的饱和脂肪酸含量在植物油中含量属于佼佼者，消费者认知的不断提升有望提高对菜籽油的消费。

图10: 国内食用植物油消费量 (万吨)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图11: 国内食用油发展历程



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

表1: 常见食用油脂脂肪酸含量

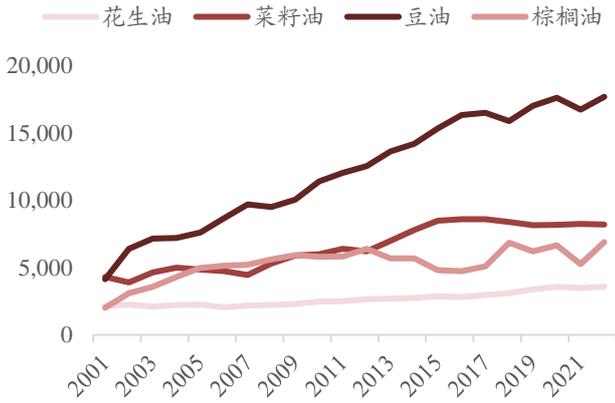
名称	饱和脂肪酸	单不饱和脂肪酸	多不饱和脂肪酸
菜籽油	7.30%	64%	26.80%
大豆油	15.60%	23.80%	58%
花生油	19.30%	44.50%	34.50%
油茶籽油	9.20%	80.80%	9.20%
葵花籽油	11.40%	31.60%	53.90%
芝麻油	14.60%	39.60%	43.90%
玉米油	14.60%	30.60%	52.40%
橄榄油	14.10%	78.60%	7.10%
棕榈仁油	80.60%	16.50%	2.80%
椰子油	91.40%	6.90%	1.70%

资料来源: 中国食物成分表《第6版》、浙商证券研究所

## 2.2 菜籽油有望随餐饮消费转变提升份额

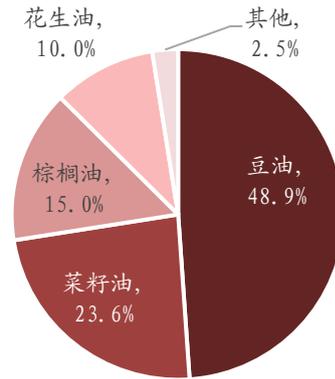
大豆油、菜籽油是植物油消费的主力。中国食用植物油行业的品种较为丰富, 主要有大豆油、菜籽油、花生油、棉籽油、葵花籽油以及芝麻油、油茶籽油等。其中大豆油是世界上最常用的食用油之一, 也是我国国民, 特别是北方人的主要食用油之一。根据 USDA 数据统计, 2021 年大豆油和菜籽油消费量占比分别为 48.9% 和 23.6%, 可见, 从中国食用植物油的产品消费结构来看, 大豆油和菜籽油已成为消费主力。

图12: 国内主要食用油消费增长趋势 (千吨)



资料来源: USDA、浙商证券研究所

图13: 国内主要食用油消费结构 (2021年)

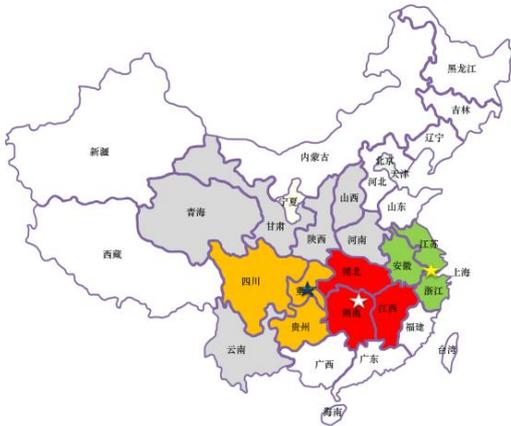


资料来源: USDA、浙商证券研究所

**菜籽油消费主要集中在华中地区。**油菜广泛的种植于长江流域,是长江地区主要的油料作物,所以公司菜籽油的消费群体也主要分布在长江流域。湖南、湖北和江西是油菜籽的主产区,加之运输成本的原因,公司的销售区域总体上呈现以两湖、江西为核心沿长江流域辐射的态势。

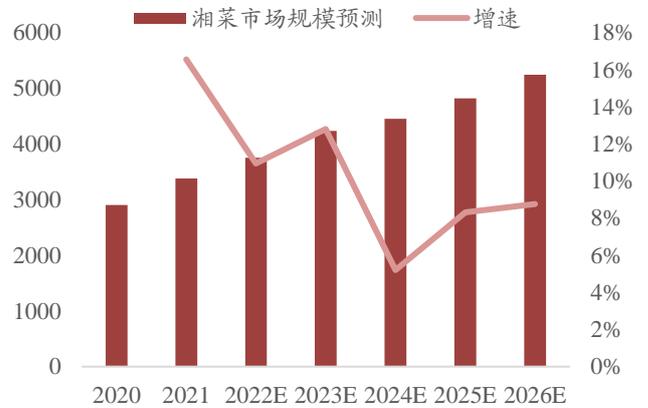
**菜籽油消费有望借助湘菜快速发展走向全国。**菜籽油是湘菜的主要油脂调料,近年众多湘菜品牌逐渐走向全国核心城市,菜籽油消费有望借力在全国获得消费提升。

图14: 菜籽油的主要消费区域



资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

图15: 湘菜市场规模预测 (亿元)



资料来源: 观研报告、浙商证券研究所

**湘菜有望成为未来增长最快的菜系。**主要现在消费习惯以年轻人为主,年轻人生活节奏快,需要强刺激的食物去打开胃口,同时满足对蛋白质、脂肪、碳水的摄入,这方面湘菜具有优势。另外人口的流动,湖南、四川、江西、湖北等几个能吃辣的省份,是劳务人员输出大省,是外出务工的人将菜系带到了全国各地,另一部分源自于大学生。湖南、湖北、四川、贵州等几个省份是高考大省,一方面是大学生到省外就读大学,一方面毕业后在省外就业。除了人口流动帮助湘菜快速发展,另外一个原因是湘菜的门槛相对更低。湘菜相比较其他的菜系,更草根,更容易开店。

图16: 湘菜迎来快速发展

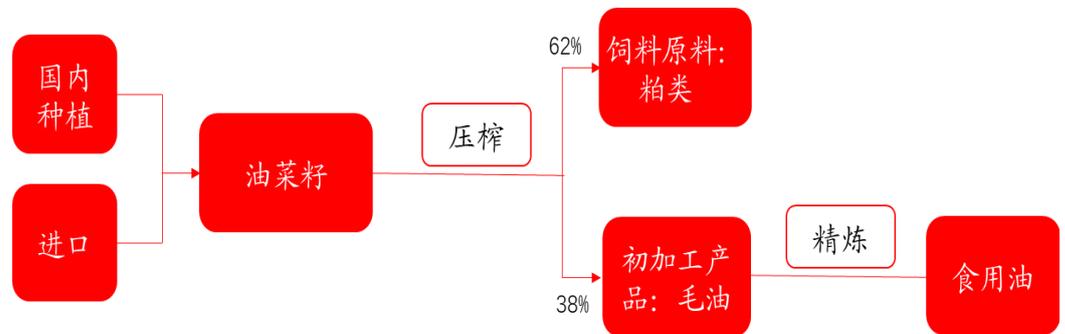


资料来源：中国湘菜大典、浙商证券研究所

### 2.3 菜籽油上游价格波动加剧，中小企业逐步退出

上游原材料是粮油企业主要成本。菜籽油加工企业主要通过国内采购、国外进口购买原材料油菜籽，通过压榨后再经过精炼、罐装后进入各类销售渠道，上游原材料构成粮油企业的主要成本。

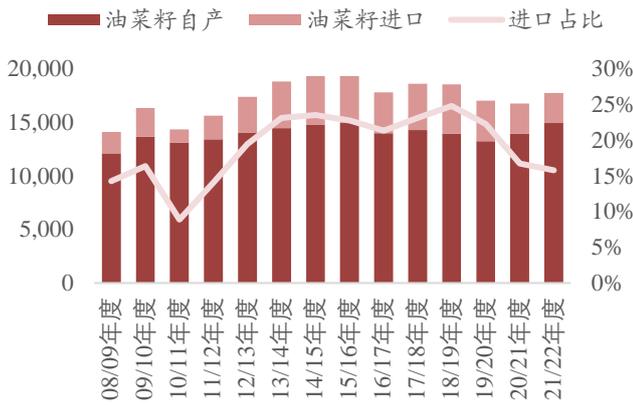
图17: 菜籽油的业务模式



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

油菜籽国外依赖度降低，菜籽油有所提升。我国是全球菜籽油第一大生产国和消费国，菜籽油的供给结构与我国食用植物油的整体结构一致。2008 年至今，我国菜籽油总供给量处于缓慢增长的状态，总供给量从 504.5 万吨增加到 734 万吨，年复合增长率为 2.9%，菜籽油供给量中进口量占比提升到 22%。油菜籽的总供给量从 1412 万吨增加到 1775 万吨，年复合增长率为 1.8%，油菜籽供给量中进口量占比降低到 16%。

图18: 国内油菜籽供给(千吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

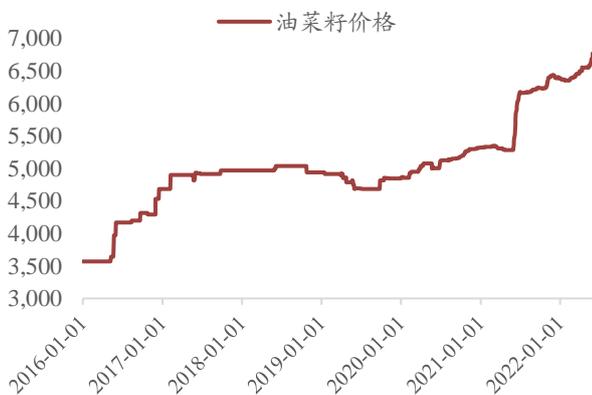
图19: 国内菜籽油供给(千吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

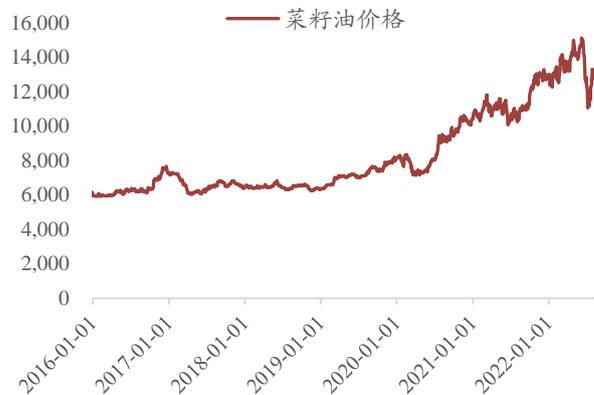
**菜籽油与油菜籽价格均涨至高位，行业亏损有望加速集中度提升。**从2020年起，油脂油料开启新一轮上涨周期，包括公司在内的加工企业处于亏损局面。而我国菜籽油加工企业产能较为分散，加工主体众多，但以中小企业为主；行业内低端产品较多，利润相对较低。随着行业内竞争的加剧，行业持续亏损，有利于淘汰落后产能，推动油菜籽加工业向规模化、大型化、集团化方向发展。公司作为以菜籽油为主要产品的上市公司，在行业集中过程中具有较强的竞争优势。

图20: 油菜籽价格持续上涨(元/吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图21: 菜籽油价格有所回落(元/吨)

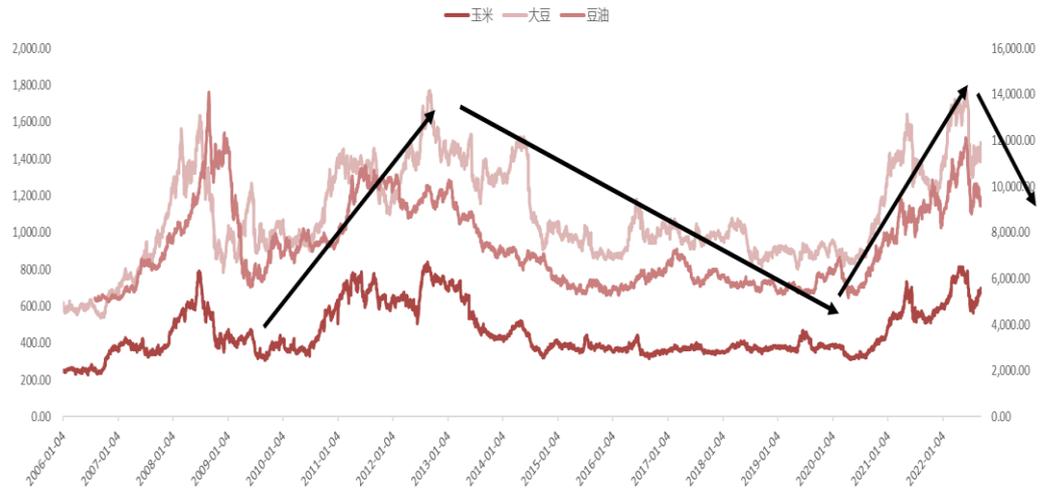


资料来源: wind、浙商证券研究所

## 2.4 上游油脂有望迎来周期反转

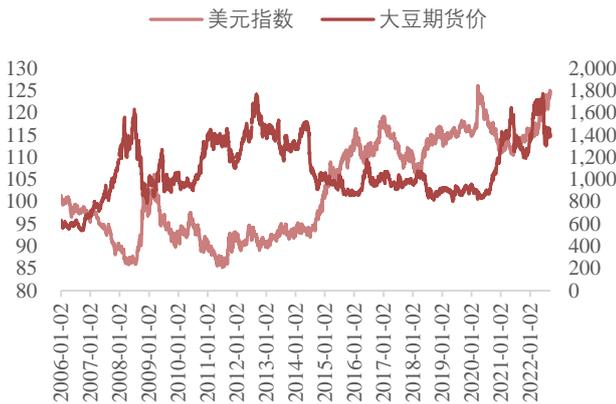
**大宗农产品受宏观环境的转变开始进入下行周期。**大宗农产品价格除受自身供需波动影响外，其金融属性决定其运行周期会因宏观经济与政策较大影响，可以看到与美元指数存在较强的负相关关系，当美元进入加息周期，美元强势后全球宏观环境逐步趋紧，大宗农产品均会出现下行。随着此轮美国重启加息周期，我们判断大宗农产品进入下行周期。

图22: 大宗农产品进入下行周期(元/吨)



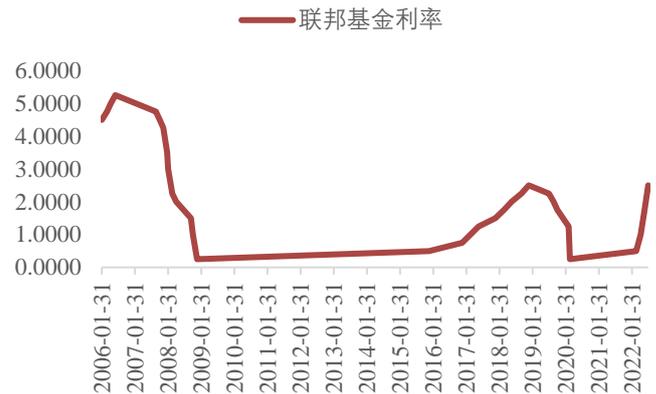
资料来源: wind、浙商证券研究所(豆油为左轴)

图23: 大豆价格与美元指数存在负相关关系(元/吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所(大豆为左轴)

图24: 美国重启加息周期

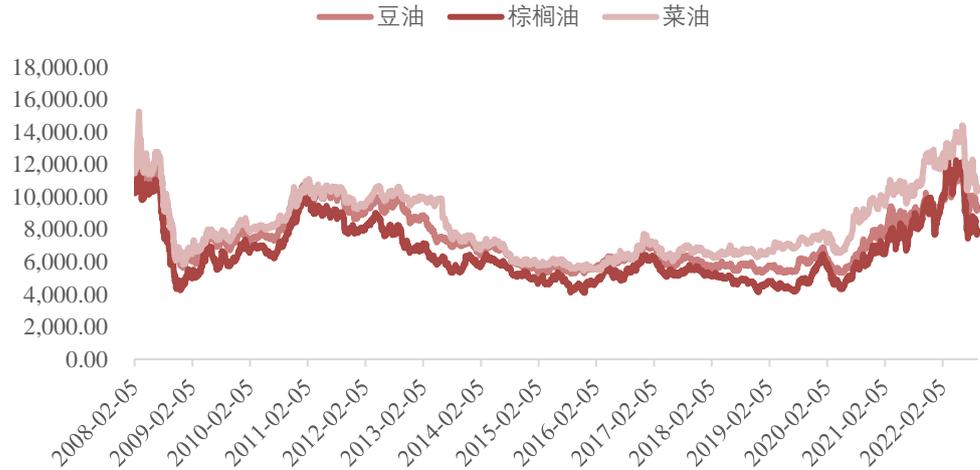


资料来源: wind、浙商证券研究所

**菜籽油上涨周期结束, 预计将迎来下行趋势。**从价格方面来看, 由于菜籽油的市场份额相对偏小, 容易受大豆油、棕榈油价格的影响, 从今年6月开始豆油、棕榈油均从高位开始调整。

**印尼棕榈油出口解禁成为本轮油脂价格下跌的导火索。**4月印尼出台禁止棕榈油出口政策, 5月出口大幅缩减至67.8万吨, 同比下降77%, 导致棕榈油价格大幅抬升, 豆棕价差出现严重倒挂。后政府迫于压力于6月解禁出口政策, 棕榈油价格大幅调整, 带动其他油脂价格下滑。

图25: 三大油脂进入下行周期(元/吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

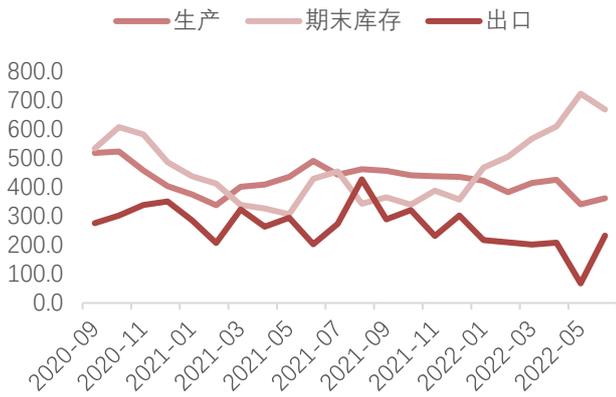
图26: 印尼棕榈油出口政策调整

DMO出口许可	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月3日: 签发了275454吨棕榈油产品的出口许可</li> <li>6月8日: 签发452391吨棕榈油出口许可</li> <li>6月10日: DMO国内累计完成346680吨, 预计能发放约120万吨棕榈油出口</li> <li>6月14日: 签发了560421吨棕榈油出口许可</li> <li>6月17日: 签发了602142吨棕榈油出口许可</li> </ul>
出口加速计划	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月8日: 特殊出口配额设置200美元/吨的特别出口税</li> <li>6月10日: 分配至少100万吨棕榈油产品用于出口加速计划, 加速计划截止到7月31日</li> <li>6月14日: 根据出口加速计划批准了116万吨棕榈油出口许可</li> <li>6月14日: 允许再国内供应的基础上出口225万吨</li> <li>6月17日: 出口加速计划下已签发219782吨棕榈油出口许可</li> </ul>
出口税调整	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月8日: 毛棕榈油出口税的最大值提高至288美元/吨, 将出口转向税的最大值降低至200美元/吨</li> <li>6月15日: 毛棕榈油的出口专项税最高限额自每吨375美元下调至200美元/吨</li> <li>6月15日: 自8月1日, 当毛棕榈油的官方参考价超过1500美元/吨时, 出口专项税最高限额为每吨240美元。</li> </ul>
调整DMO比例	<ul style="list-style-type: none"> <li>6月6日: 将出口许可比例设定为当地国内强制消费(DMO)的5倍</li> <li>6月7日: 将6月份的DMO降至1: 5, 5月份为1: 3。</li> </ul>

资料来源: 印尼棕榈油协会、浙商证券研究所

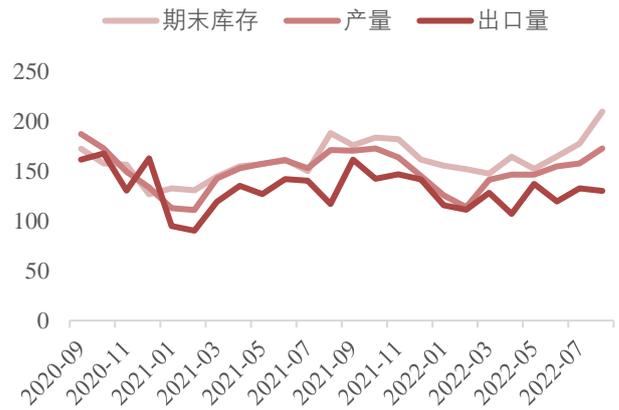
**印尼和马来棕榈增产预期较强, 累库加速。**印尼6月产量为361.9万吨, 同比减产26%, 在没有其他因素影响下大幅减产的目前最大可能是因胀库导致, 但产量仍在, 指挥延迟供给, 预计短期内印尼棕榈油产量将明显增长, 目前印尼库存已经处于较高位置, 马来方面同样面临库存快速增长的局面。天气方面, 尼诺指数持续在-0.5以下, 降水充沛也利好未来棕榈油的增产, 供给愈发宽松。

图27: 印尼棕榈油产销情况(万吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图28: 马来棕榈油产销情况(万吨)



资料来源: wind、浙商证券研究所

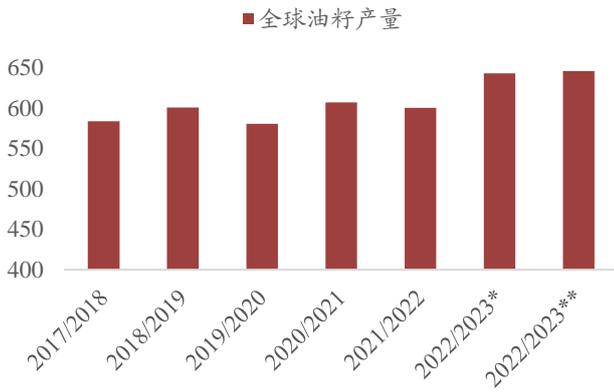
图29: 降水充沛利好棕榈产出



资料来源: wind、浙商证券研究所

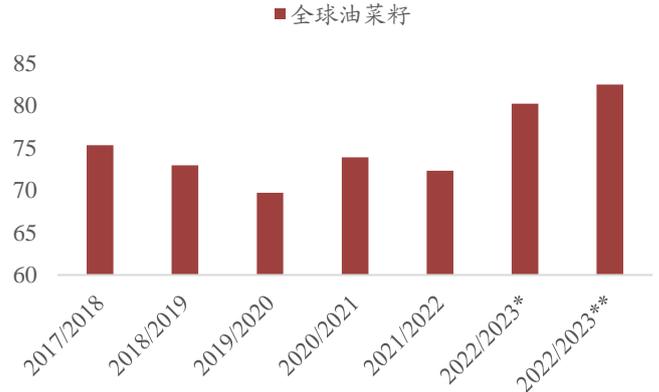
**油籽丰产, 预计油脂供应充足, 油脂价格有望继续回调。**根据8月USDA报告, 预测2022/2023年度全球油籽产量增加293万吨至6.46亿吨。同时将2022/2023年度全球油籽压榨上调246万吨至5.32亿吨, 使得全球油脂库存预计将反弹至3004万吨。**菜籽方面,**2022/2023年度全球油籽产量增加225万吨至8248万吨。主要增产在俄罗斯和澳大利亚, 油菜籽压榨调增90万吨至7605万吨, 使得菜籽油库存将从2021/2022年度的低点462万吨, 反弹至681万吨。油脂供应充足以及库存的增加, 我们预计油脂价格仍将继续回调。

图30: 全球油籽产量创新高 (百万吨)



资料来源: USDA、浙商证券研究所、\*为7月预测、\*\*为8月预测

图31: 油菜籽产量创新高 (百万吨)



资料来源: USDA、浙商证券研究所、\*为7月预测、\*\*为8月预测

### 3 周期拐点盈利即将改善, 扩张产能再获成长

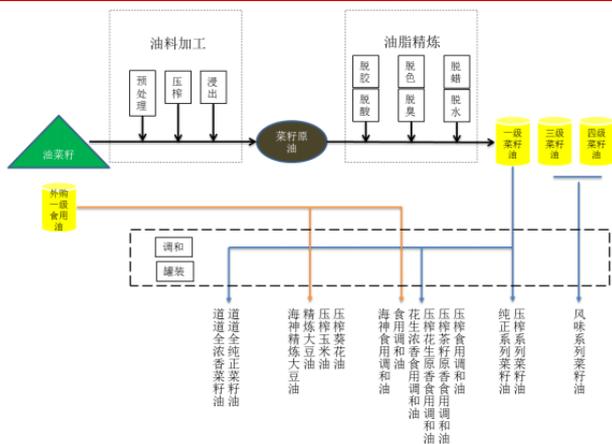
#### 3.1 短期原材料价格波动侵蚀利润空间, 周期拐点已现

**公司主要业务模式介绍:** 公司采购菜籽油及油菜籽, 油菜籽通过压榨后为菜籽原油, 再经过精炼、罐装后销售, 公司目前压榨产能较少, 主要采购菜籽油经过精炼/罐装后对外销售, 因此上游原材料的采购对公司生产经营以及盈利至关重要。

**采购:** 公司的主要原材料包括菜籽原油和油菜籽, 目前以采购菜籽原油为主。目前公司压榨产能较少, 油菜籽采购较少, 主要在油菜籽产区向当地种植户采购。若广东茂名压榨投产后预计会依靠国际市场进口采购渠道。

**菜籽原油采购利用国内及国际两个渠道, 并通过套期保值降低价格波动风险。** 公司生产经营过程中所需的菜籽原油部分从国外进口, 菜籽原油的采购、运输、加工及销售周期长, 价格波动较大, 需要采用衍生品交易以规避菜籽原油价格波动风险。公司期货交易计划是根据市场及实际经营情况制定, 目的在于规避价格波动对经营效益的不利影响。

图32: 公司业务模式



资料来源: 公司招股说明书、浙商证券研究所

图33: 原材料是公司主要成本构成



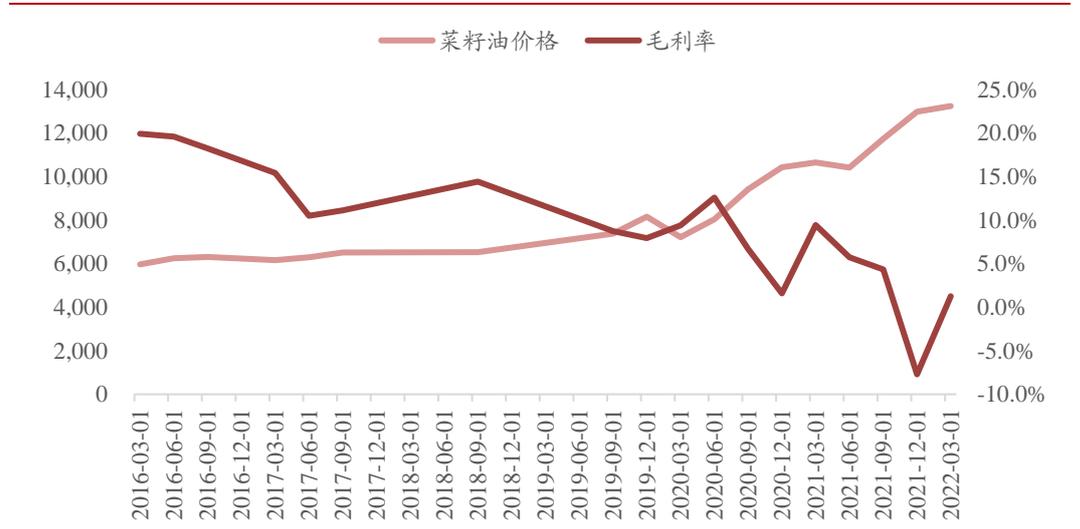
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**原材料占营业成本超9成, 原料价跌将释放公司盈利空间。** 从公司成本来看, 原材料占比公司营业成本超过90%, 菜籽油的价格波动直接决定公司毛利率的水平。但上游成本

的上涨会通过终端调价的方式传导到消费端，截至今年7月，菜籽油终端零售价相较于2020年初提价17.1%。

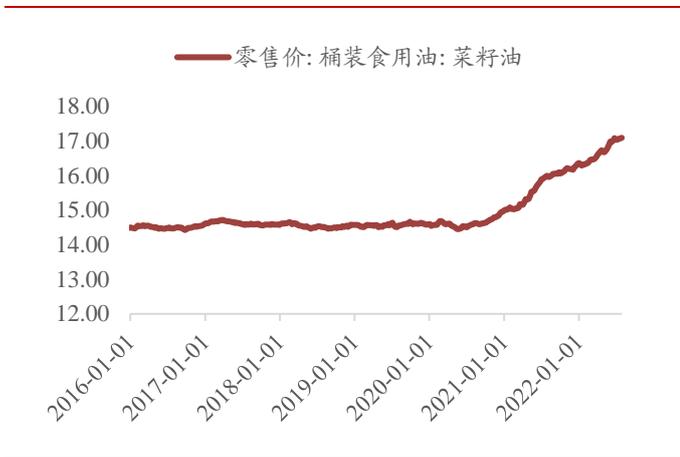
6月以来上游油脂油料价格开始趋势下跌，预计菜籽原油价开启下跌趋势，粮油加工企业的盈利水平将迎来拐点。从公司2022年中报业绩预告，公司上半年亏损中位数在3600万，亏损开始缩窄，说明公司盈利拐点已现。

图34：公司毛利率与菜籽油价格成反比（元/吨）



资料来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

图35：菜籽油零售价涨价（元/升）



资料来源：wind、浙商证券研究所

图36：豆油零售价涨价（元/升）



资料来源：wind、浙商证券研究所

### 3.2 定增扩张产能，突破产能瓶颈

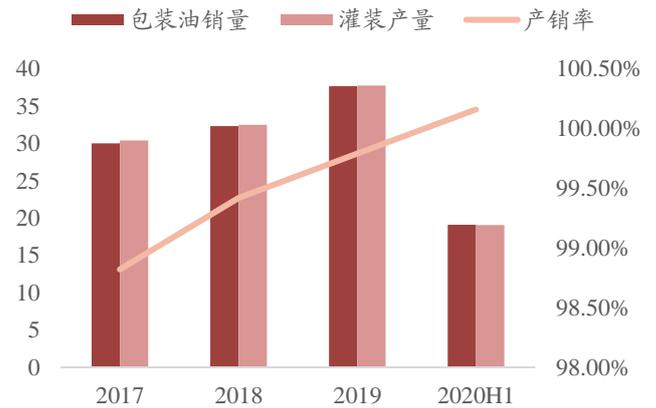
产能利用逐渐饱和，产销两旺。公司主要生产基地岳阳子公司和重庆子公司的产能利用率已基本饱和；而华东主要生产基地南京子公司，由于设备老旧，部分装置已经处于闲置状态，无法满足华东地区的需求增长。随着公司食用油销量的逐步增长，公司初榨的产能利用率从2017年的56.9%提升到2019年85.2%，罐装产能利用率也从83.2%提升到88.9%，基本接近饱和。公司产销率也从2017年的98.82%上升到100.2%，生产已经不能满足销售，产能不足已成为制约公司继续增长的掣肘。

图37: 产能利用率持续提升



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图38: 公司包装油产销两旺 (万吨)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**定增扩增产能。**为解决公司产能不足的问题,公司于2020年通过定向增发募集10亿元用于新建产能建设。截至目前,新建产能逐步投产。

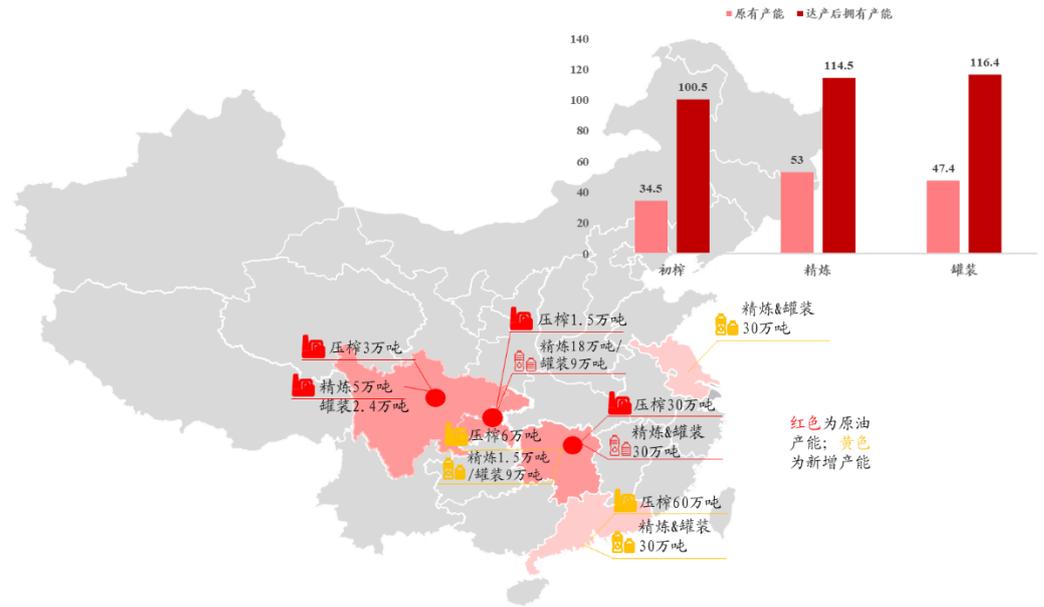
表2: 新建产能情况

序号	项目名称	产能 (万吨)	投产情况
1	岳阳食用油加工项目二期	初榨	2021年9月逐步投产
		精炼	
		罐装	
2	靖江食用油加工综合项目一期	精炼	2021年8月逐步投产
		罐装	
		初榨	
3	茂名食用油加工项目	精炼	2022年8月逐步投产
		罐装	
		初榨	

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

**产能翻倍,覆盖区域继续扩大。**本次定增新建产能达产后,压榨产能从34.5万吨增长至100.5万吨,罐装产能从47.4万吨增长至116.4万吨,产能翻倍。**从区域布局来看,岳阳食用油加工项目二期,将继续利用华中优势资源和品牌沉淀,推广中高端和高营养价值食用油产品,重点打造高油酸菜籽油与茶籽油等高端油品;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;茂名食用油加工项目将依托沿海港区优势,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。**

图39: 公司达产后拥有产能翻倍



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

### 3.3 产品升级&区域扩张&渠道拓展, 公司再获新增长

**产品升级: 推出健康化、高端产品。**2021年公司推出了高油酸菜油的高端品牌。公司在岳阳建成了超10万亩的高油酸菜油。通过市场反应来看,高油酸菜籽油比普通菜油贵了一倍多,但是市场反响很好。高油酸完全是自己控制资源,从种子到种植、加工,不受任何外界影响。这将完善产业与产能布局,进一步提升公司的综合竞争力。

图40: 公司主要产品



资料来源: 公司官网、浙商证券研究所

图41: 新推出产品

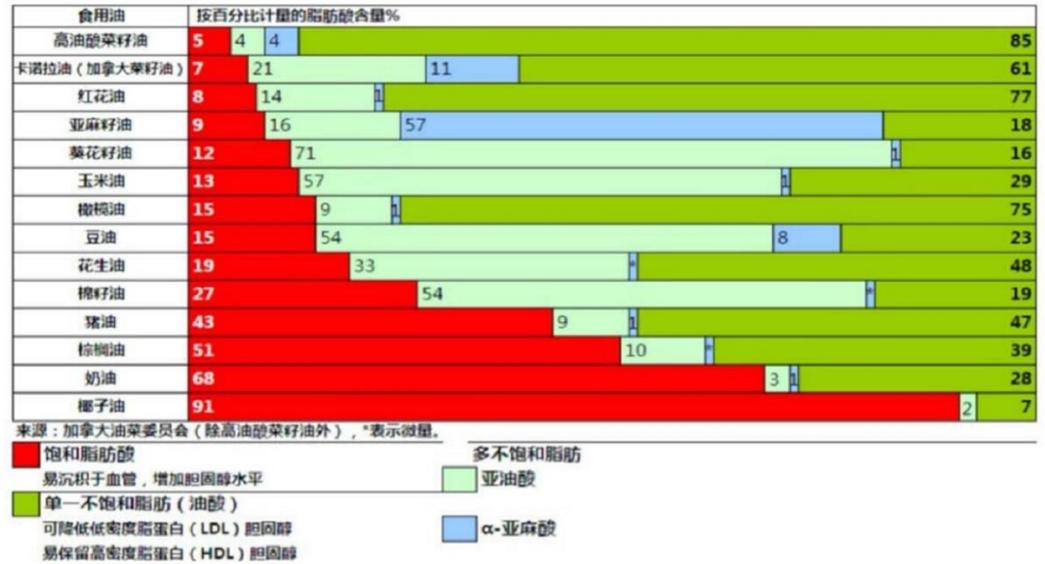


资料来源: 公司官网、京东、浙商证券研究所

**油酸含量是评价植物油优劣的核心指标。**不饱和脂肪酸被称为“安全脂肪酸”,能被人体完全吸收,具有氧化稳定性高、降低胆固醇、降血脂、利心脑血管健康等作用。使用油的品质主要取决于油酸含量的高低。既要满足健康需求,也要符合国人的饮食习惯。高油酸菜籽油既满足了保证了消费者对营养与健康追求,又满足了国人注重“色、香、味”的饮食习惯,将成为消费者的健康新选择。而道道全的高油酸菜籽油,就是一款油酸含量高达75%以上的产品,这个是农业部发布的《高油酸油菜籽行业标准》(NY/T 3786-2020)规定中一级高油酸油菜籽油酸的含量水平。除油酸含量在同类产品中一骑绝尘之外,从其他参数表现来看:α-亚麻酸含量高达3.6%左右、芥酸含量低于1%、饱和脂肪酸

含量低于 7%，能做到这样的品质水准和工艺水平，绝对可以称得上是行业模板的程度。道道全高油酸产品力能够驾驭居民“吃好油”的需求，沿袭菜籽油的消费习惯，适用于国人食用油的使用场景，满足对健康的要求。

图42：高油酸菜籽油脂肪酸含量远高于其他品类



资料来源：加拿大油菜委员会、浙商证券研究所

**品牌建设：搭建低、中、高三档品牌体系。**公司目前拥有道道全、菜子王、海神、金菜王以及东方山等品牌。其中**东方山茶油**走高端品牌，**海神**主要是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。**菜子王**专注风味菜籽油专业领域的研究创新。**金菜王**以菜籽油、调和油、餐饮油等为主导产品，畅销西南市场。

图43：品牌体系



资料来源：公司宣传册、浙商证券研究所

图44：品牌赞助



资料来源：公司宣传册、浙商证券研究所



虽然公司销售模式仍以经销商模式为主，但公司已加大直销拓展的力度，通过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。包装油通过直销模式销售占比从 2017 年的 0.76% 提升至 2020 年上半年的 4.68%，直销正快速增长。

图47：不断发展经销商合作（家）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图48：发力直销模式



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

假设条件：

**1、包装油及散装油业务：**公司目前定增扩张产能陆续达产，公司压榨/精炼/产能已达到 100.5/114.5/116.4 万吨，考虑到新增产能的爬坡过程，我们预计 2022/23/24 年的罐装产能分别为 96.4/116.4/116.4 万吨，产能利用率分别为 75%/60%/70%，即包装油 2022/23/24 年销量为 46.5/69.8/81.5 万吨，散装油的销量为 4.5/8.0/7.8 万吨。价格方面，2020-2021 年均价分别为 10200/12000 元/吨，由于产量迅速提升散装油销售增加以及终端售价随原材料价跌向下调价，预计 2022/23/24 年包装油/散装油销售价格为 11500/11000/10500 元/吨。毛利率方面，成本主要是采购菜籽油，预计菜籽油价格未来是下行趋势，但终端售价调整稍微滞后，加上公司压榨产能得逐步释放，对上游原材料得成本优化更加明显，包装油毛利率逐步恢复到公司 11%-13% 的历史平均水平，预计 2022/23/24 年分别为 7.5%/11.0%/13.0%，散装油分别为 5.0%/6.0%/6.0%。

**2、粕类业务：**粕类业务主要是公司压榨产能的副产品，随着茂名压榨产能得达产以及产能爬坡，我们预计 2022/23/24 年分别 29.0/48.2/48.2 万吨，目前菜粕现货价在 3500 左右的高位水平，未来菜粕价格也在下行趋势，预计销售价格为 2900/2800/2700 元/吨，毛利率随油菜籽成本波动呈现相对稳定，分别为 3.5%/4.0%/4.0%。

综上，我们预计公司 2022/23/24 年分别实现营收 74.1/110.0/116.5 亿元，同比增长 35.94%/48.42%/5.92%；实现归母净利润 0.94/4.58/6.06 亿元。

表3: 公司盈利预测 (百万)

名称	项目	2021A	2022E	2023E	2024E
包装油	营业收入	3960.0	5865.0	8564.6	9377.6
	增速	-4.3%	48.1%	46.0%	9.5%
	毛利	71.7	439.9	942.1	1219.1
	毛利率	1.8%	7.5%	11.0%	13.0%
散装油	营业收入	460.0	517.5	882.2	822.2
	增速	7.0%	12.5%	70.5%	-6.8%
	毛利	70.0	25.9	52.9	49.3
	毛利率	15.2%	5.0%	6.0%	6.0%
粕类	营业收入	970.0	1018.2	1537.7	1435.1
	增速	42.6%	44.7%	60.4%	-3.6%
	毛利	-45.7	35.6	61.5	57.4
	毛利率	-4.7%	3.5%	4.0%	4.0%
合计	营业收入	5390.0	7400.7	10984.5	11634.8
	增速	2.7%	44.5%	50.2%	5.7%
	毛利	96.0	501.4	1056.5	1325.8
	毛利率	1.8%	6.6%	9.3%	11.0%

资料来源: wind、浙商证券研究所

## 4.2 估值分析

公司作为菜籽油细分领域的龙头,随着定增产能的逐步达产,产能得到翻倍,预计未来3年将获得高速增长,另外公司上游油菜籽及菜籽油均将周期向下,成本端获得大幅改善,盈利能力得到大幅增强。

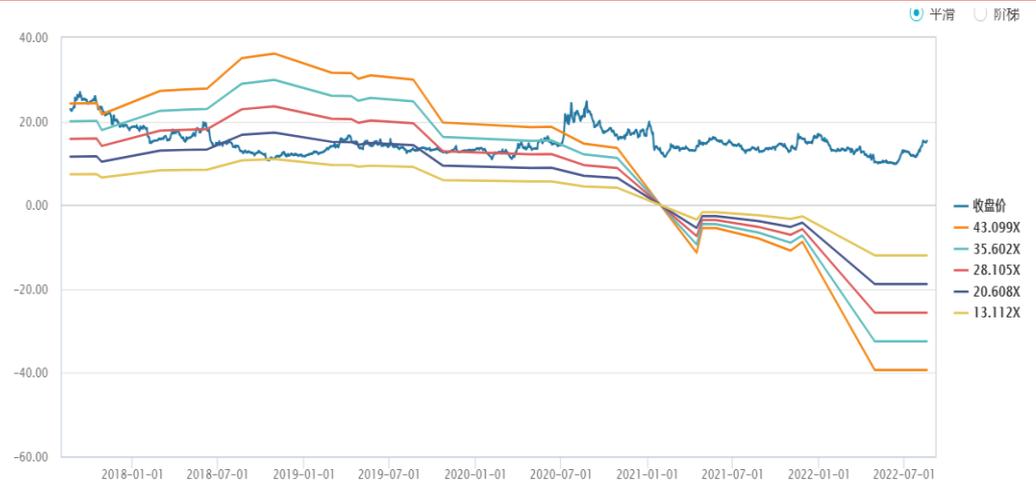
估值方面,公司2020年以前稳定盈利期间PE估值中枢在20X,参考同行食品加工行业PE估值均值在20X,因此给予公司2023年净利润20X估值,公司合理市值为91.6亿元,目标价为25.5元/股,给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值

公司简称	最新股价 (元/股)	最新市值 (亿元)	EPS				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
金龙鱼	44.69	2,422.91	0.58	1.05	1.37	1.64	77.23	43.20	32.93	27.18
双塔食品	7.31	90.52	0.18	0.25	0.29	0.35	245.29	29.53	25.29	20.98
中粮糖业	7.68	164.26	0.26	0.50	0.58	0.57	23.53	18.14	15.29	13.34
中粮科技	8.82	164.52	0.60	0.73	0.82	0.94	13.56	12.16	10.71	9.35
	均值		0.40	0.63	0.76	0.87	89.90	25.76	21.05	17.71
道道全	16.07	57.7	-0.53	0.26	1.28	1.69	-30.05	61.30	12.59	9.51

资料来源: wind、浙商证券研究所

图49: 历史公司估值 (PE)



资料来源: wind、浙商证券研究所

## 5 风险提示

**原材料产品价格大幅波动:** 公司主要原材料为油菜籽和菜油, 价格的大幅变动会对生产成本造成一定的影响。若公司未及时掌握行情的变化并及时做好采购可能导致盈利情况造成大幅波动风险。

**食品安全风险:** 食品安全问题备受国家和消费者重视, 公司主营食用油业务, 一旦发生食品安全问题, 将会直接影响到公司生产经营和盈利能力, 并对公司声誉造成长期影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1773	2330	2976	3013
现金	413	346	380	380
交易性金融资产	41	92	44	59
应收账款	83	102	153	120
其它应收款	67	103	160	158
预付账款	150	246	353	341
存货	858	1333	1761	1824
其他	162	109	127	133
<b>非流动资产</b>	2349	2642	3075	3447
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1447	1753	2100	2518
无形资产	156	169	166	166
在建工程	571	601	680	622
其他	175	119	129	141
<b>资产总计</b>	4123	4972	6052	6460
<b>流动负债</b>	1588	2129	2735	2520
短期借款	809	1173	1510	1222
应付款项	456	520	733	805
预收账款	0	96	48	67
其他	323	339	444	425
<b>非流动负债</b>	85	88	88	87
长期借款	0	0	0	0
其他	85	88	88	87
<b>负债合计</b>	1673	2217	2824	2607
少数股东权益	56	59	73	93
归属母公司股东权	2394	2696	3154	3761
<b>负债和股东权益</b>	4123	4972	6052	6460

### 现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	(87)	(37)	229	870
净利润	(198)	97	473	626
折旧摊销	71	108	135	166
财务费用	30	44	61	62
投资损失	74	51	(40)	(20)
营运资金变动	87	84	24	73
其它	(152)	(421)	(424)	(38)
<b>投资活动现金流</b>	(673)	(558)	(471)	(520)
资本支出	(568)	(439)	(556)	(521)
长期投资	0	0	0	0
其他	(105)	(119)	85	0
<b>筹资活动现金流</b>	769	529	275	(350)
短期借款	48	364	337	(288)
长期借款	0	0	0	0
其他	721	164	(61)	(62)
<b>现金净增加额</b>	8	(67)	34	(1)

### 利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	5449	7408	10995	11647
营业成本	5361	6906	9938	10319
营业税金及附加	14	18	26	27
营业费用	118	186	264	284
管理费用	84	107	161	169
研发费用	6	8	12	12
财务费用	30	44	61	62
资产减值损失	49	13	28	52
公允价值变动损益	14	14	14	14
投资净收益	(74)	(51)	40	20
其他经营收益	22	29	31	27
<b>营业利润</b>	(251)	119	590	782
营业外收支	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	(248)	122	593	785
所得税	(50)	25	120	159
<b>净利润</b>	(198)	97	473	626
少数股东损益	(6)	3	14	19
<b>归属母公司净利润</b>	(192)	94	458	606
EBITDA	(143)	273	789	1013
EPS (最新摊薄)	-0.53	0.26	1.28	1.69

### 主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.07%	35.94%	48.42%	5.92%
营业利润	-1802.61%	147.34%	396.21%	32.46%
归属母公司净利润	-	-	386.99%	32.30%
<b>获利能力</b>				
毛利率	1.63%	6.77%	9.62%	11.40%
净利率	-3.63%	1.31%	4.30%	5.37%
ROE	-8.86%	3.62%	15.32%	17.13%
ROIC	-5.33%	3.41%	11.19%	13.56%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.58%	44.59%	46.66%	40.35%
净负债比率	48.36%	52.93%	53.47%	46.89%
流动比率	1.12	1.09	1.09	1.20
速动比率	0.58	0.47	0.44	0.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.44	1.63	1.99	1.86
应收账款周转率	64.42	80.49	82.60	69.33
应付账款周转率	14.20	14.16	15.86	13.42
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(0.53)	0.26	1.28	1.69
每股经营现金	(0.24)	(0.10)	0.64	2.42
每股净资产	6.67	7.51	8.79	10.48
<b>估值比率</b>				
P/E	(28.67)	58.47	12.01	9.08
P/B	2.30	2.04	1.74	1.46
EV/EBITDA	(44.98)	23.03	8.44	6.30

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>