

道道全(002852)

农产品加工/农林牧渔

发布时间: 2022-09-06

证券研究报告 / 公司深度报告

**增持**

首次覆盖

## 菜籽油龙头迎业绩拐点，走向全国可期

### 报告摘要:

菜籽油细分领域龙头企业，利润端受原材料大幅涨价影响明显承压。公司是国内菜籽油代表性品牌企业，产品结构以包装油为主，近年来营业收入快速增长，但受原材料价格快速上涨等因素影响，利润端明显承压，毛利率和净利率下滑。

菜籽油细分领域近年来市场规模持续增长，原材料价格回落使得行业业绩拐点来临。1) 我国菜籽油细分领域市场产量总体保持相对稳定，消费量总体呈上升趋势。以市场消费金额口径推算，近年来市场规模持续增长，2018-2020 年年均复合增长率达 7.6%，2020 年市场规模约为 651 亿元。行业分散，集中度低，公司市占率约为 7.3%。2) 食用油价格快速上涨对食用油加工企业业绩造成较大压力。本轮全球食用油价格上行周期自 6 月初达到高点后开始快速调整回落，预计行业将迎来业绩拐点。

公司在品牌、渠道等方面竞争优势突出，正从区域性品牌向全国性品牌转变。产品方面，食用植物油市场向“小包装化”趋势发展，公司抓住消费需求变化趋势，主打小包装食用植物油，且有利于提升盈利中枢；渠道方面，销售网络建设正处高速增长阶段，经销商队伍持续壮大，销售网络进军全国；品牌方面，菜籽油领域尚未有全国性领导品牌，公司与媒体深度合作，力推“道道全”品牌，品牌价值提升，正从区域性品牌向全国性品牌发展；区位方面，背靠菜籽油主产区 and 主消费区，沿长江流域进行产业布局，区位优势突出；需求方面，川菜市场空间广阔，有望带动作为其烹调必需品的菜籽油消费需求增长。此外，公司全国产能布局基本完成，预计至 2022 年底，各项产能实现翻倍增长，将突破产能瓶颈，业绩有望放量。加上国内粮食安全战略实施，食用植物油自给需求大幅提升，而提升自给能力的最大潜力品种是油菜，近期政府密集发声鼓励扩种油菜，菜籽油行业有望快速增产。

**盈利预测:** 行业迎来业绩拐点，公司业务发展长期向好，预计公司 2022-2024 年营收和归母净利润分别可达 70.0/91.9/106.3 亿元和 0.6/2.1/3.2 亿元，对应 EPS 为 0.18/0.58/0.89 元。采用 PE 进行相对估值，给予公司目标价 19.23 元，对应 2023 年 33x PE，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:** 原材料价格大幅上涨风险；渠道拓张不及预期风险等。

### 股票数据

2022/09/05

6 个月目标价 (元)	19.23
收盘价 (元)	15.10
12 个月股价区间 (元)	9.86~17.02
总市值 (百万元)	5,420.90
总股本 (百万股)	359
A 股 (百万股)	359
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	9%	49%	17%
相对收益	13%	51%	34%

### 相关报告

《印度立即禁止小麦出口，全球粮食危机再升温》

--20220515

《全球粮价上行，积极布局种植产业链》

--20220322

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,287	5,449	6,999	9,189	10,632
(+/-)%	28.43%	3.07%	28.44%	31.28%	15.71%
归属母公司净利润	-76	-192	64	206	320
(+/-)%	-159.38%	-150.96%	133.44%	221.59%	54.97%
每股收益 (元)	-0.28	-0.69	0.18	0.58	0.89
市盈率	—	—	84.43	26.25	16.94
市净率	2.88	2.51	2.22	2.07	1.87
净资产收益率 (%)	-4.19%	-8.02%	2.63%	7.87%	11.03%
股息收益率 (%)	0.66%	0.00%	0.33%	0.66%	0.99%
总股本 (百万股)	289	359	359	359	359

### 证券分析师: 李强

执业证书编号: S0550515060001  
021-61002252 liqiang@nesc.cn

### 研究助理: 范林泉

执业证书编号: S0550122010020  
13122683585 fanlq@nesc.cn

## 目 录

<b>1.</b>	<b>菜籽油细分领域龙头企业</b> .....	<b>5</b>
1.1.	赛道龙头，长期专注菜籽油细分领域 .....	5
1.2.	营收快速增长，利润端明显承压 .....	7
<b>2.</b>	<b>行业稳步增长，原材料价格回落使得业绩拐点来临</b> .....	<b>9</b>
2.1.	全球植物油市场稳步增长 .....	9
2.2.	我国食用植物油行业平稳增长，“一超多强”格局稳定.....	10
2.3.	我国菜籽油细分领域市场规模持续增长，集中度低 .....	10
2.4.	原材料价格调整回落，行业业绩拐点来临 .....	12
<b>3.</b>	<b>抓住消费需求变化趋势，区域性品牌进军全国</b> .....	<b>14</b>
3.1.	抓住消费需求变化趋势，主打小包装食用植物油 .....	14
3.1.1.	食用植物油消费模式从散装油向包装油转变.....	15
3.1.2.	食用植物油市场向“小包装化”趋势发展 .....	15
3.1.3.	主打小包装食用植物油，提升盈利中枢.....	16
3.2.	经销商队伍持续壮大，销售网络进军全国 .....	17
3.3.	与媒体深度合作，从区域性品牌向全国性品牌发展 .....	18
3.3.1.	行业进入品牌竞争阶段，但菜籽油领域尚未有全国性领导品牌 .....	19
3.3.2.	与媒体深度合作，“道道全”品牌正从区域性品牌向全国性品牌发展 .....	19
3.3.3.	完善品牌布局，推出高端食用油品牌 .....	20
3.4.	背靠菜籽油主产区和主消费区，区位优势突出 .....	20
3.5.	川菜市场空间广阔，有望带动菜籽油消费增加 .....	21
<b>4.</b>	<b>全国产能布局基本完成，产能预计实现翻倍增长</b> .....	<b>22</b>
<b>5.</b>	<b>粮食安全战略实施，政策鼓励菜籽油行业发展</b> .....	<b>23</b>
<b>6.</b>	<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>25</b>
<b>7.</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1:	公司股权结构（截至 2022/9/5） .....	5
图 2:	食用植物油行业产业链 .....	7
图 3:	分产品营业收入占比.....	7
图 4:	分地区营业收入占比.....	7
图 5:	营业收入快速增长.....	8
图 6:	归母净利润近年来表现不佳 .....	8
图 7:	毛利率和净利率下滑.....	8
图 8:	ROE 持续下滑 .....	8

图 9: 各项费用率情况.....	9
图 10: 市场广宣费占销售费用比例过半.....	9
图 11: 全球植物油产量和消费量稳步增长.....	10
图 12: 全球主要食用植物油产量结构.....	10
图 13: 国内食用植物油产量和消费量.....	10
图 14: 2020 年国内市场食用油企业市占率.....	10
图 15: 公司产品在行业内的分布.....	11
图 16: 国内菜籽油产量总体保持相对稳定.....	11
图 17: 国内食用菜籽油消费量总体呈上升趋势.....	11
图 18: 四级菜籽油市场价.....	12
图 19: 国内食用菜籽油市场规模(推算).....	12
图 20: 国内棕榈油、豆油、菜油现货平均价(元/吨).....	13
图 21: 道道全、金龙鱼原材料成本占营业成本比重.....	14
图 22: 道道全、金龙鱼毛利率下滑.....	14
图 23: 2020/21 年度全球棕榈油产量区域分布.....	14
图 24: 2020/21 年度全球油脂产量区域分布.....	14
图 25: 中国家庭户平均规模已降至 3 人以下.....	15
图 26: 一人户、二人户占比增加.....	15
图 27: 小包装食用油各规格消费量占比.....	16
图 28: 公司产品结构以包装油为主.....	17
图 29: 公司包装油毛利率远高于散装油.....	17
图 30: 公司包装油销售模式.....	17
图 31: 包装油分销售模式营收结构.....	18
图 32: 经销商队伍持续壮大.....	18
图 33: 分区域经销商数量(家).....	18
图 34: 公司市场广宣费支出较高.....	19
图 35: 道道全独家赞助央视综艺《欢乐中国人 2》.....	19
图 36: 道道全赞助湖南卫视综艺《中餐厅》.....	20
图 37: 道道全赞助湖南卫视综艺《向往的生活》.....	20
图 38: 公司产品品牌体系.....	20
图 39: 2020 年油菜籽产量排名前十省份占比.....	21
图 40: 产销率保持高位.....	23
图 41: 产能有望实现翻倍增长(单位: 万吨).....	23
图 42: 2020 年我国植物油消费结构.....	24
图 43: 2021 年我国主要油料对外依存度.....	24
图 44: 我国油菜籽播种面积.....	24
图 45: 我国油菜籽产量.....	24
表 1: 公司重要发展事件.....	5
表 2: 现任董事和高级管理人员.....	6
表 3: 菜籽油相关产品销售收入.....	12
表 4: 产能项目建设情况.....	22
表 5: 原有及新增产能情况(单位: 万吨).....	22
表 6: 国家鼓励油菜扩种相关事件.....	25
表 7: 收入预测及关键假设(单位: 百万元).....	26

---

表 8: 期间费用率关键假设.....	27
表 9: 可比公司估值表.....	27

## 1. 菜籽油细分领域龙头企业

### 1.1. 赛道龙头，长期专注菜籽油细分领域

**国内菜籽油代表性品牌企业。**公司是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，同时也是国内食用植物油菜籽油品类的代表性品牌企业。公司“道道全”品牌，已经取得一定市场认可度和品牌美誉度，成为国内食用植物油主要消费品牌之一。

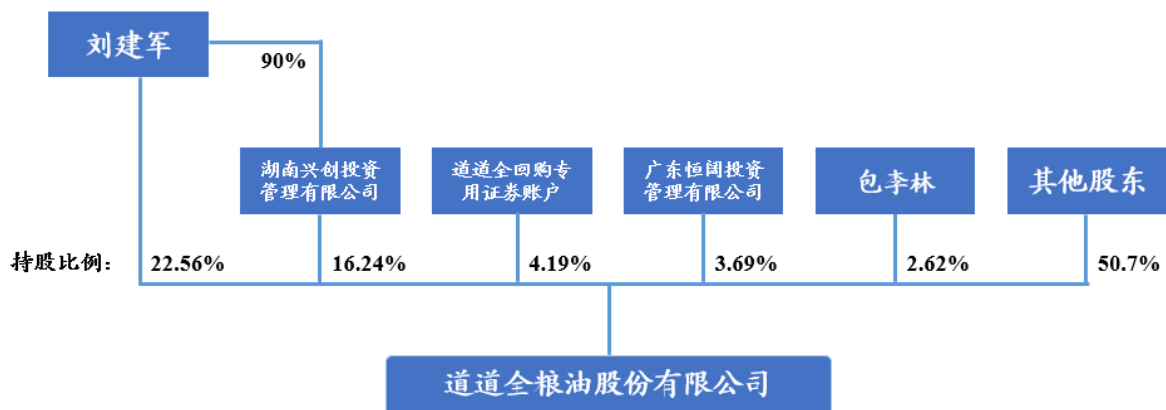
**长期专注菜籽油细分领域。**公司前身湖南兴祥油脂有限公司成立于1999年7月，经历次增、减资及名称变更后，2006年11月，进行国企改制。2014年4月，整体变更为股份有限公司，同时，公司名称变更为“道道全粮油股份有限公司”。2017年3月，在深交所主板上市，是国内第一家以菜籽油加工为主的上市公司。

表 1: 公司重要发展事件

时间	事件
1999年7月	前身湖南兴祥油脂有限公司成立
2001年5月	更名为“湖南巴陵油脂化工有限公司”
2002年12月	更名为“湖南巴陵油脂有限公司”
2006年11月	进行国企改制
2014年4月	整体变更为股份有限公司，同时更名为“道道全粮油股份有限公司”
2017年3月	正式登陆深交所主板（002852.SZ）
2017年9月	资本公积转增股本，转增后股本总额 17,000 万股
2018年5月	资本公积转增股本，转增后股本总额 28,900 万股
2019年3月-2020年2月	进行股份回购
2021年11月	非公开发行股票 7,000 万股，注册资本变更为 35,900 万元

资料来源：公司公告，东北证券

图 1: 公司股权结构（截至 2022/9/5）



资料来源：公司公告，东北证券

**股权结构较为稳定，控股股东及实控人为刘建军先生。**公司股权结构较为稳定，刘建军先生为公司控股股东及实际控制人，任公司董事长兼总经理，直接持股 22.56%，通过湖南兴创投资管理有限公司（简称“兴创投资”）间接控股公司 16.24% 股份。

兴创投资为公司持股 5%以上法人股东，刘建军先生任执行董事兼总经理，持有兴创投资 90%的份额。

公司核心管理团队人员均从事食用植物油加工行业近 20 年，在行业业务至关重要的业务运营和管理领域拥有丰富的经验。

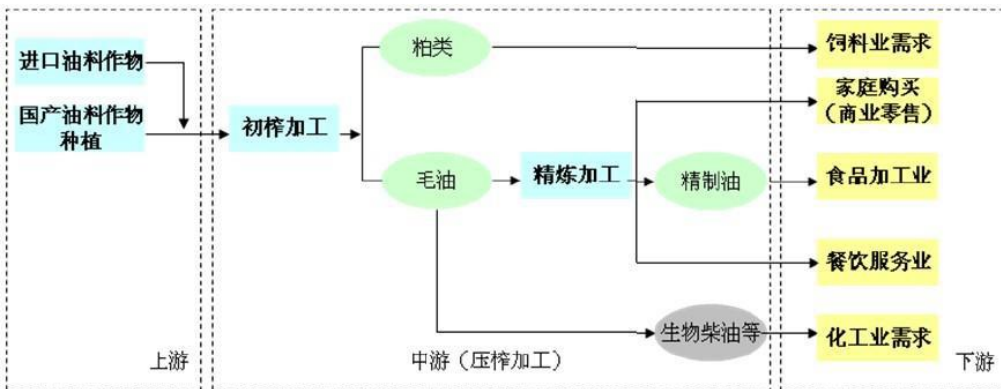
**表 2：现任董事和高级管理人员**

姓名	职务	出生年份	任期开始日期	工作经历	持股数(万股)
刘建军	董事长、总经理	1963	2014/3/28	曾任岳阳石油化工总厂财务处会计、巴陵石油化工公司财务部会计科副科长、巴陵石化宏立实业有限公司副总经理、岳阳巴陵油脂工业有限公司财务部经理、副总经理，巴陵油脂总经理。现任公司总经理、董事长	8,179
姚锦婷	董事	1971	2017/9/6	曾任岳化职工医院共青团团委书记，巴陵油脂办公室主任，岳阳市杜鹃幼教集团总园长。现任公司董事	59
张军	董事、副总经理	1973	2014/3/28	曾任巴陵石化岳化总厂锦纶厂团委干事，巴陵石化岳化总厂化工二厂团委副书记、政工科科长，巴陵石化金石集团办公室副主任，巴陵油脂办公室、人力资源部总监，重庆子公司总经理。现任公司董事、副总经理、营销中心总监	263
邓凯	董事、财务总监	1971	2019/9/5	曾任鹰山石油化工厂统计员、岳阳深港房地产开发有限公司会计、岳阳巴陵油脂工业有限公司财务部会计、巴陵油脂财务部副经理、岳阳昌德化工实业有限公司财务总监；岳阳子公司财务部经理；现任公司董事、财务总监，目前代行董秘职责	-
吴苏喜	独立董事	1965	2020/10/16	1989.2-1990.8，任西安油脂科研设计院助理工程师；1990.9-2002.8，任湖南轻工高等专科学校副教授；2002.9至今，任长沙理工大学教授；2020.10 起任公司独立董事	-
夏劲松	独立董事	1975	2020/10/16	注册会计师，资产评估师，律师。曾任金健米业后勤经理，华信会计师事务所审计师，长沙楚天会计事务所评估部主任，湖南证监局稽查处副处长，湖南省沅江市副市长，湖南证监局公司处副处长，昌都市凯文华诚投资管理公司投资总监，现任加加食品内审部负责人，三诺生物、汉森制药独立董事。2020.10 起任公司独立董事	-
陈浩	独立董事	1975	2019/5/7	湖南大学信息院教授，博士生导师，岳麓学者，兼大数据研究与应用湖南省重点实验室副主任、中国人工智能学会智能服务专委会成员、长高电新独立董事。2019.5 起任公司独立董事	-
罗明亮	副总经理	1968	2017/3/1	曾任岳阳市农科所科员，岳阳市科委副科长、主任科员，岳阳市科技局科长、党组成员、总工程师。现主要负责岳阳市子公司的全面工作	-
吴康林	副总经理	1965	2016/3/28	曾任岳阳石油化工总厂工建处技术科长、计划科长，中国石化巴陵公司工程建设管理部副部长、社区管理中心主任、行政管理中心党委书记。现主要负责公司规划发展研究院的全面工作	10

资料来源：公司公告，东北证券

公司主要从事食用植物油行业产业链中游的加工环节。1)食用植物油产业链与常见食品或农产品加工产业链结构相似，主要包括油料作物种植、压榨、精炼、包装和渠道销售等环节，油料作物经过初榨产出原油和粕类(副产品)；原油精炼后，即为精制油(食用油)。2)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，主要从事行业中游的加工环节。

图 2: 食用植物油行业产业链

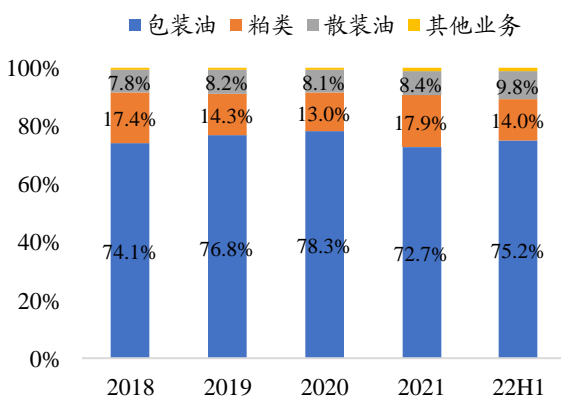


资料来源：公司公告，东北证券

产品结构较为稳定，以包装油为主。2018 年至今，公司包装油营收占比最高，保持在 70%以上；其次是粕类，营收占比在 13%以上，粕类是常见的饲用原料，下游为养殖饲料厂；散装油营收占比比较小。

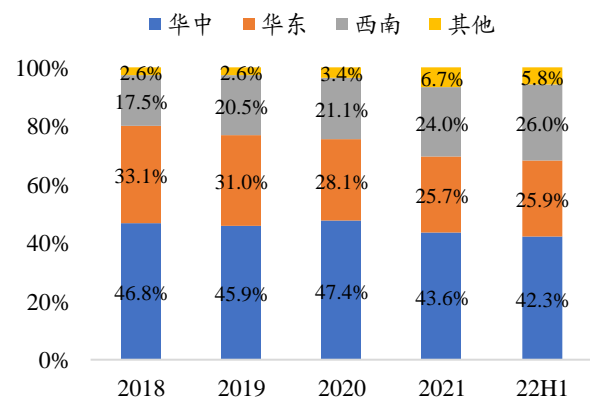
立足华中，逐步向外辐射。1)公司在湖南起家，常年深耕华中市场，华中地区营收占比最高，常年保持在 40%以上。2)销售区域逐渐向西南、华东、华南、西北地区发展。2022 年上半年，华东地区营收占比 25.9%，西南地区营收占比 26.0%，其他地区营收占比 5.8%。

图 3: 分产品营业收入占比



数据来源：公司公告，东北证券

图 4: 分地区营业收入占比



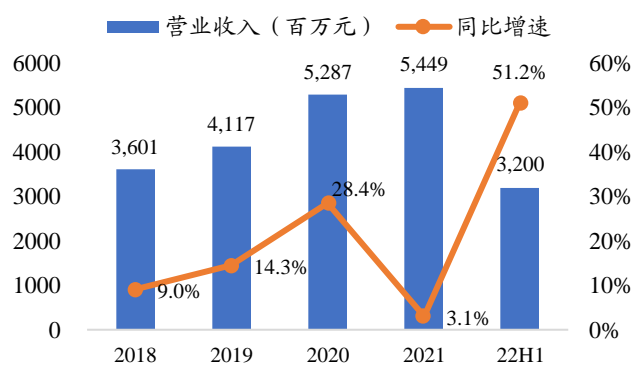
数据来源：公司公告，东北证券

## 1.2. 营收快速增长，利润端明显承压

**营业收入快速增长。**受益于公司终端市场发展、业务规模增长，营业收入从2018年36.0亿元增长至2021年54.5亿元，2018-2021年年均复合增速达14.8%。

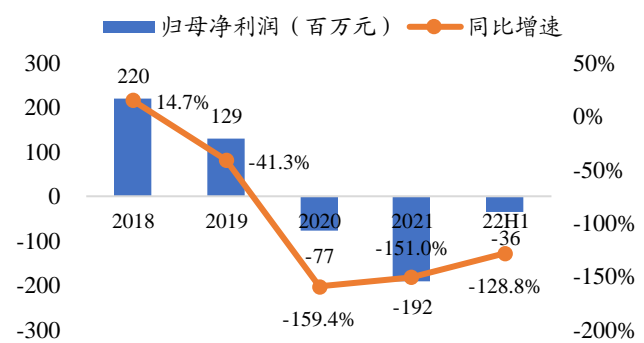
**受原材料价格快速上涨等因素影响，利润端明显承压。**近年来原材料价格快速上涨，公司的生产经营成本增长明显，虽然公司调整了部分产品销售价格，但难以覆盖成本上涨，毛利率持续下降，从2018年12.5%下降至2021年1.6%，叠加其他因素（2019年因战略布局加大了品牌宣传投入；2020年因利用衍生金融工具对冲原材料价格和现货价值波动风险，当期产生较大损益；2021年因终端去库存、生猪价格下行，短期内给食用植物油的终端需求带来一定冲击，消费者消费意愿有所下降），利润端近年来表现不佳，从2018年2.2亿元下滑至2021年-1.9亿元，净利率从2018年6.1%下降至2021年-3.5%。

图 5: 营业收入快速增长



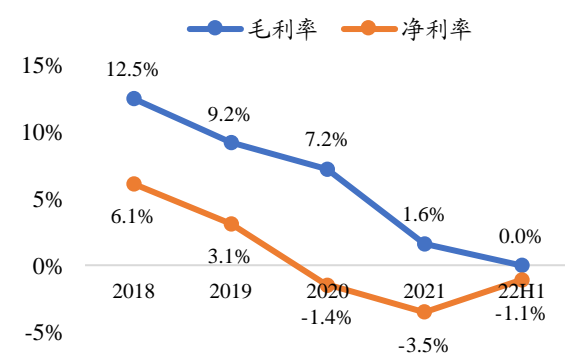
数据来源: Wind 资讯, 东北证券

图 6: 归母净利润近年来表现不佳



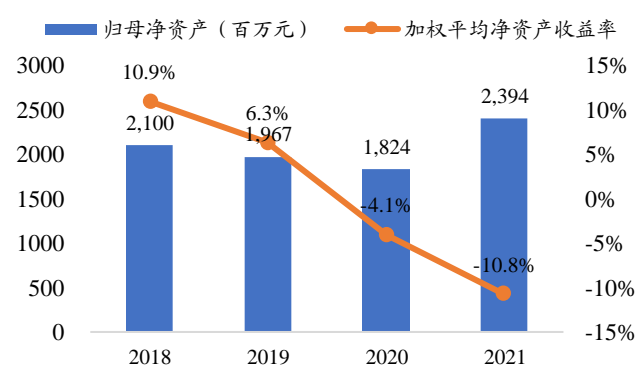
数据来源: Wind 资讯, 东北证券

图 7: 毛利率和净利率下滑



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

图 8: ROE 持续下滑



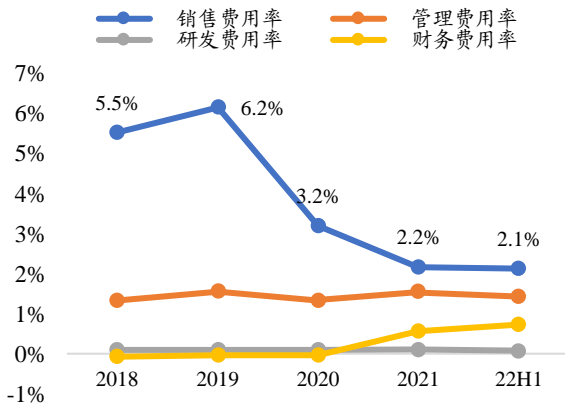
数据来源: 公司公告, 东北证券

**销售费用率总体呈下降趋势，管理费用率和研发费用率保持相对稳定。**1) 各项费用中，销售费用率最高，其中主要是市场广宣费，占销售费用比例过半，但销售费用率总体呈下降趋势，从2018年5.5%下降至2022年上半年的2.1%，主要原因是公司大幅削减市场广宣费，从2019年高点的1.5亿元削减至2021年的0.7亿元。2)



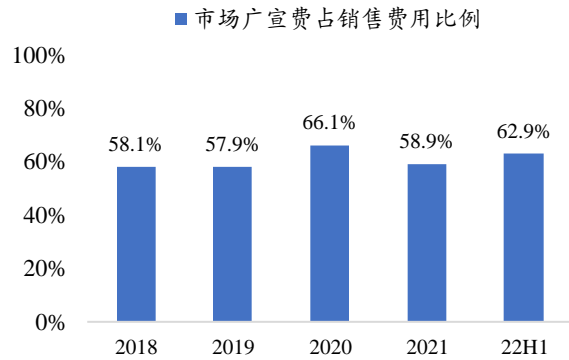
管理费用近年来快速增长，2018-2021 年年均复合增速为 20.6%，主要是职工薪酬支出上涨，但管理费用率相对稳定，保持在 1.4%左右。3) 研发费用率较低，一直维持在 0.1%左右。4) 财务费用率在 2021 年快速增长，财务费用从 2020 年-159 万元大幅增长至 2021 年 3046 万元，主要是短期负债利息增加。

图 9: 各项费用率情况



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

图 10: 市场广宣费占销售费用比例过半



数据来源: 公司公告, 东北证券

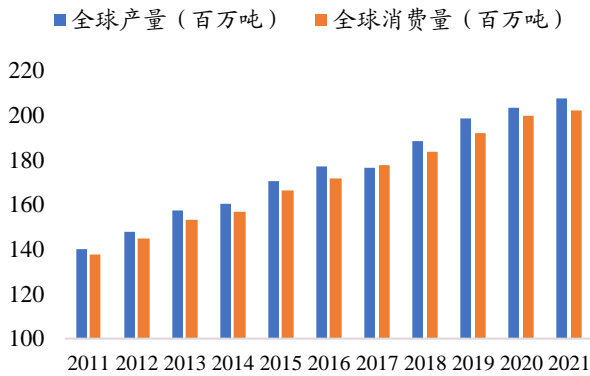
## 2. 行业稳步增长，原材料价格回落使得业绩拐点来临

### 2.1. 全球植物油市场稳步增长

**全球植物油市场稳步增长。**全球植物油产量和消费量稳步增长，产量从 2011 年 1.4 亿吨上升至 2021 年 2.1 亿吨，2011-2021 年年均复合增速为 4.0%；消费量从 2011 年 1.4 亿吨上升至 2021 年 2.0 亿吨，2011-2021 年年均复合增速为 3.9%。

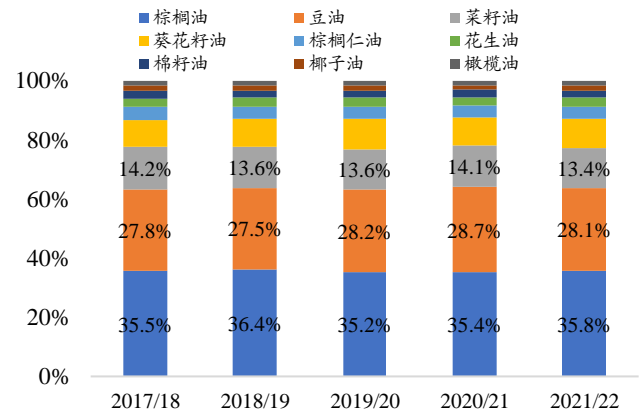
**棕榈油、大豆油、菜籽油产量占比位居前三。**2021/22 年全球主要食用植物油产量结构中，全球棕榈油产量 7559 万吨，占比 35.8%，位居第一；全球大豆油产量 5937 万吨，占比 28.1%，仅次于棕榈油；全球菜籽油产量 2828 万吨，占比 13.4%，排名第三。

图 11: 全球植物油产量和消费量稳步增长



数据来源: USDA, 东北证券

图 12: 全球主要食用植物油产量结构



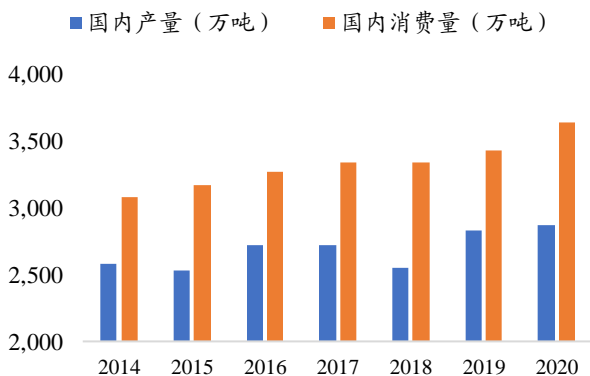
数据来源: USDA, 东北证券

## 2.2. 我国食用植物油行业平稳增长, “一超多强” 格局稳定

**我国食用植物油行业进入平稳增长期。**我国食用植物油行业与全球市场特征较为类似, 总体市场进入平稳增长期。我国食用植物油市场产量从 2014 年 2580 万吨上升至 2020 年 2864 万吨, 2014-2020 年年均复合增速为 1.8%; 消费量从 2014 年 3077 万吨上升至 2020 年 3635 万吨, 2014-2020 年年均复合增速为 2.8%, 总体市场进入平稳增长期。

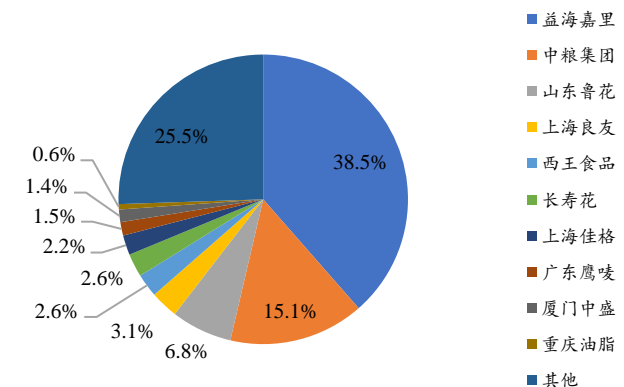
**行业“一超多强”格局稳定。**我国食用油行业集中度较高, 整体呈现“一超多强”特征, 市场格局稳定。食用油企业市占率前三家分别为益海嘉里、中国粮油、山东鲁花(旗下代表性品牌分别为“金龙鱼”、“福临门”、“鲁花”), 2020 年市占率分别为 38.5%、15.1%、6.8%, CR3 为 60.4%, 其中益海嘉里凭借“金龙鱼”占有近四成的食用油市场份额, 行业龙头地位稳固。

图 13: 国内食用植物油产量和消费量



数据来源: 中国农业信息网, 东北证券

图 14: 2020 年国内市场食用油企业市占率



数据来源: 欧睿国际, 东北证券

## 2.3. 我国菜籽油细分领域市场规模持续增长, 集中度低

公司产品包括菜籽油、大豆油、玉米油、葵花油及其调和油等植物油品种, 以包装

菜籽油类产品为主，细分市场为食用植物油中的菜籽油类产品加工企业。

图 15: 公司产品在行业内的分布

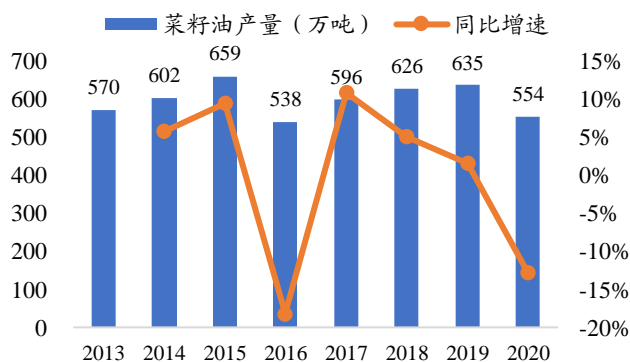


资料来源：公司公告，东北证券

产量总体保持相对稳定。2013-2020 年，国内菜籽油产量总体保持相对稳定。2020 年国内菜籽油产量为 554 万吨，较上年有所下降。

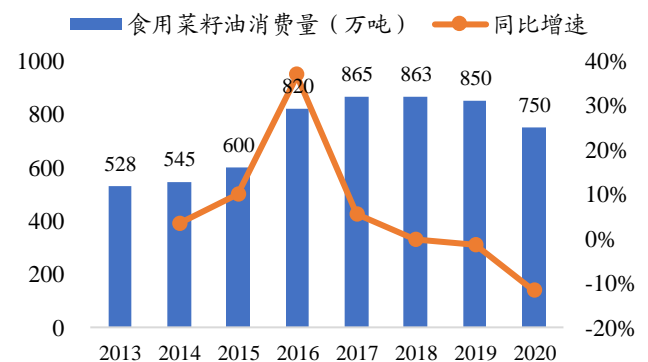
消费量总体呈上升趋势。2013-2020 年，国内食用菜籽油消费量区间从每年 500-600 万吨增长至每年 700-900 万吨，总体呈上升趋势。2020 年，国内菜籽油消费量为 750 万吨，较 2013 年增长 43.0%。

图 16: 国内菜籽油产量总体保持相对稳定



数据来源：国家粮油信息中心，东北证券

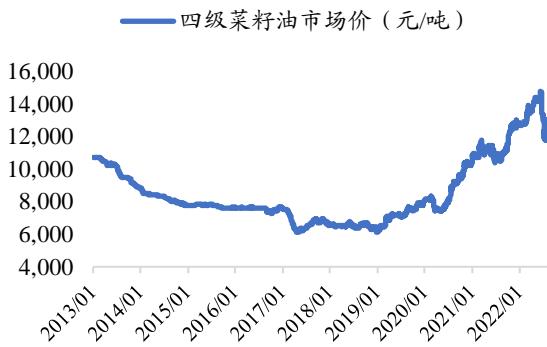
图 17: 国内食用菜籽油消费量总体呈上升趋势



数据来源：国家粮油信息中心，东北证券

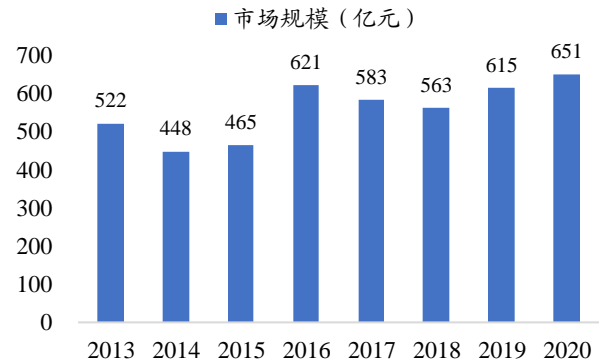
以市场消费金额口径推算，近年来市场规模持续增长。推算国内菜籽油市场规模，若以市场消费金额口径，2020 年，国内食用菜籽油消费量为 750 万吨，当年国内四级菜籽油市场价每日均价为每吨 8684 元，推算出当年国内菜籽油市场规模约为 651 亿元，同比增长 6.0%，较 2013 年增长 24.7%。2018-2020 年，市场规模持续增长，年均复合增长率达 7.6%。

图 18: 四级菜籽油市场价



数据来源: Wind 资讯, 东北证券

图 19: 国内食用菜籽油市场规模 (推算)



数据来源: 东北证券

行业分散, 集中度低, 公司市占率约为 7.3%。公司产品包括菜籽油、大豆油、玉米油、葵花油及其调和油等植物油品种, 2014-2016 年, 公司菜籽油相关产品销售收入占营收比重均值为 89.5%。公司 2020 年营业收入为 52.9 亿元, 假设菜籽油产品相关销售收入占营收比重为 89.5%, 即 47.3 亿元, 结合前述菜籽油市场规模推算结果, 则当年公司市场份额约为 7.3%。公司是国内菜籽油细分领域的龙头企业, 市场份额尚且较低, 说明菜籽油行业分散, 集中度低。

表 3: 菜籽油相关产品销售收入

单位: 万元	2014	2015	2016
纯菜籽油	102,995	109,410	131,568
菜籽调和油	57,522	57,796	68,344
海神食用调和油	4,416	3,585	2,294
散装油	15,599	22,746	42,242
合计	180,532	193,537	244,448
占营业收入比重	89.0%	88.5%	90.8%

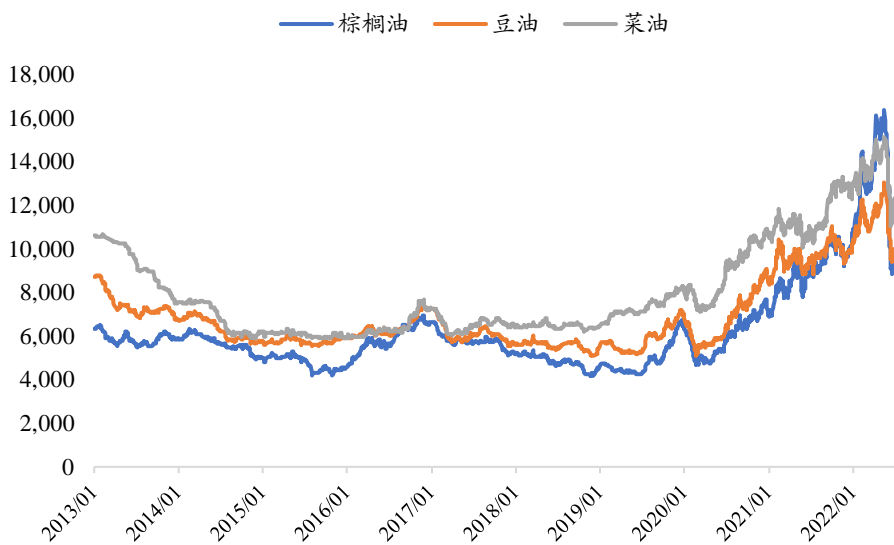
数据来源: 招股说明书, 东北证券

注: 菜籽调和油以菜籽油为主, 调和其他油品

#### 2.4. 原材料价格调整回落, 行业业绩拐点来临

本轮全球食用油价格上行周期自 2020 年初开启, 至 2022 年 6 月初达到高点。2020 年以来, 全球食用油价格持续上涨, 三大主要食用油价格全线上涨, 国内棕榈油现货平均价从每吨 4655 元大幅上涨至高点每吨 16372 元, 国内豆油现货平均价从每吨 5132 元大幅上涨至高点每吨 13049 元, 国内菜油现货平均价从每吨 7150 元大幅上涨至高点每吨 15134 元。

图 20: 国内棕榈油、豆油、菜油现货平均价 (元/吨)



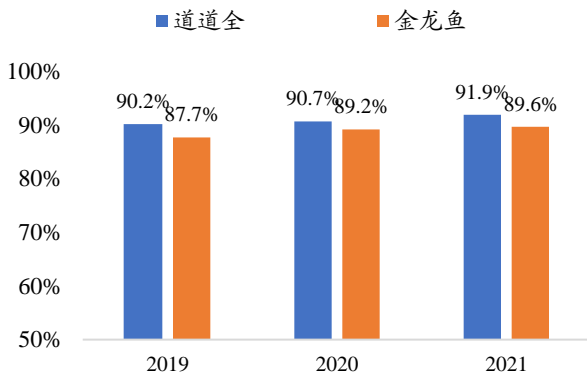
数据来源: Wind 资讯, 东北证券

**多重因素叠加推动本轮全球食用油涨价。**1) 2021 年夏季的极端异常干旱导致加拿大菜籽罕见大减产。2021 年 9 月开始的拉尼娜现象, 导致棕榈油及南美大豆减产。2) 2022 年 2 月, 俄乌冲突爆发, 带动食用油原材料在内的全球农产品价格大涨。3) 2022 年 4 月, 印尼颁布禁止食用油和食用油原料出口的禁令, 在全球食品油市场引起巨震, 国际油脂品种价格大幅攀升。4) 疫情影响了全球食用油供应链, 运输受阻, 影响油料进出口节奏, 也间接导致马来西亚劳工短缺。

**食用油加工行业上市公司原材料成本占比高, 本轮全球食用油价格上涨对其业绩造成较大压力。**油料及植物油都是高度国际化的大宗商品, 价格受全球供需及贸易流等决定, 所有企业都是价格的接受者, 油料及毛油价格跟随市场波动。食用油加工企业的上游对接大宗农产品原料, 食用油加工行业上市公司原材料成本占比保持在 90%左右, 道道全 2019-2021 年原材料成本占营业成本比重平均为 90.9%, 金龙鱼为 88.8%。

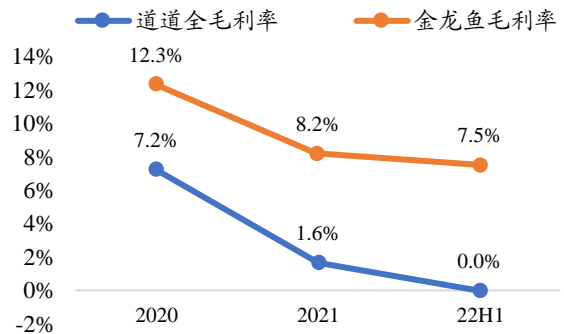
本轮全球食用油价格上行周期持续时间长、幅度大, 下游销售端菜籽油零售价市场价格涨幅远不及油菜籽现货价格, 对食用油加工行业上市公司业绩造成较大压力, 毛利率一路下行。根据公开资料, 金龙鱼 2020 年底和 2021 年 3-4 月在零售端调整了不同油种价格, 整体涨价幅度约为 10%至 15%, 而 2021 年 4 月末豆油现货平均价较 2020 年初上涨了 34%, 远高于零售端涨价幅度。

图 21: 道道全、金龙鱼原材料成本占营业成本比重



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 22: 道道全、金龙鱼毛利率下滑

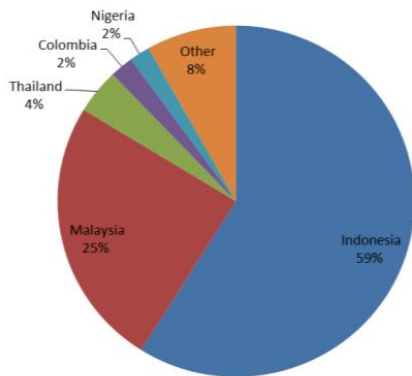


数据来源: Wind 资讯, 东北证券

印尼解除出口禁令并积极进行出口, 国际食用油原材料价格自 6 月初开始快速调整回落。印尼是世界上最大的棕榈油生产国和出口国, 全球市场上有超过一半的棕榈油供应来自印尼。2022 年 5 月, 印尼宣布解除棕榈油出口禁令。2022 年 7 月, 印尼取消棕榈油出口专项税, 上调棕榈油出口配额, 允许在印尼国内销售棕榈油的企业出口其国内销量的 7 倍(此前棕榈油出口配额比例为 1:5), 以缓解库存压力。至 2022 年 7 月 4 日, 印尼商务部已签发总计 240 万吨棕榈油产品的出口许可证。国际食用油原材料价格自 6 月初开始快速调整回落。

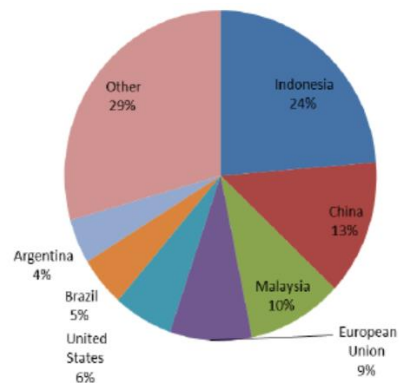
预计食用油加工企业将迎来业绩拐点。随着印尼解除出口禁令并积极进行出口, 6 月份以来, 上游大宗油料价格开启下跌, 预计中下游粮油加工企业盈利能力将得到显著改善。

图 23: 2020/21 年度全球棕榈油产量区域分布



数据来源: USDA, 东北证券

图 24: 2020/21 年度全球油脂产量区域分布



数据来源: USDA, 东北证券

### 3. 抓住消费需求变化趋势, 区域性品牌进军全国

#### 3.1. 抓住消费需求变化趋势, 主打小包装食用植物油

国内食用植物油可分为散装油和包装油，其中包装油又可分为小包装油和中包装油，小包装油主要面向家庭消费，基本在 5L 及以下；中包装油主要面向餐饮酒店行业，大多在 10-20L。

### 3.1.1. 食用植物油消费模式从散装油向包装油转变

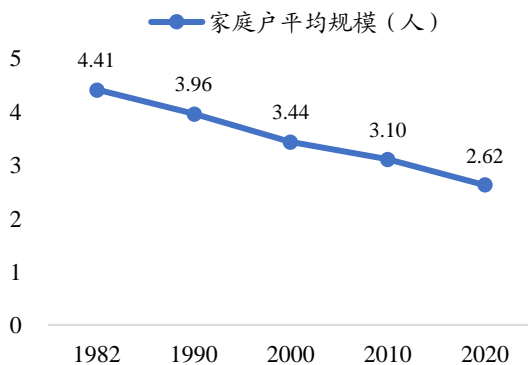
**消费者对食用油安全的重视程度提升。**近年来，随着我国经济发展，人民生活水平不断提高，消费者越来越重视食品消费的安全问题。尤其是地沟油进入餐饮行业的问题被经常曝光之后，消费者对于食用油的安全性重视空前提升，促使包装油替代散装油。随着社会的发展，普遍使用散装油的餐饮行业在“禁散令”的影响下，逐渐转向使用包装油。

**城镇化改变了部分消费者的食用油消费习惯。**随着我国人口城镇化进程的不断推进，越来越多的消费者从农村进入城市，从乡镇进入一二线城市发展。这部分消费者原来使用自榨散装油的消费习惯逐渐被从终端消费渠道采购包装油的消费习惯代替，推动了包装食用植物油需求的增长。

### 3.1.2. 食用植物油市场向“小包装化”趋势发展

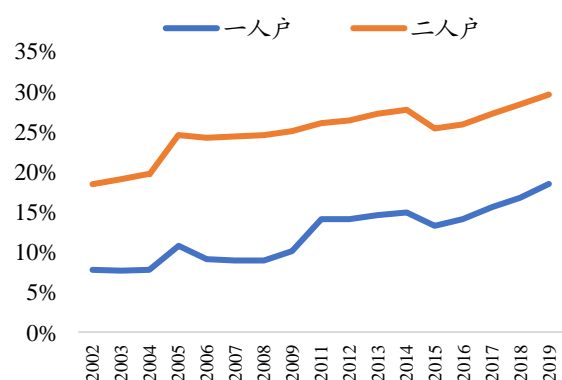
**家庭户小型化使得家庭食用油消耗量下降。**受生育率下降、“单人户”数量增长、人口流动日趋频繁、年轻人婚后独立居住等因素的影响，中国家庭户规模呈持续下降态势。回顾历次全国人口普查数据，从 1982 年三人普的 4.41 人、1990 年四人普的 3.96 人、2000 年五人普的 3.44 人、2010 年六人普的 3.10 人到 2020 年七人普的 2.62 人，中国家庭户平均规模已降至 3 人以下。一人户、二人户占比增加，一人户占比从 2002 年 7.7% 增长至 2019 年 18.5%，二人户占比从 2002 年 18.4% 增长至 2019 年 29.6%。家庭规模日趋小型化，家庭食用油消耗量下降，消费者更倾向购买小包装食用油。

图 25: 中国家庭户平均规模已降至 3 人以下



数据来源：全国人口普查数据，东北证券

图 26: 一人户、二人户占比增加



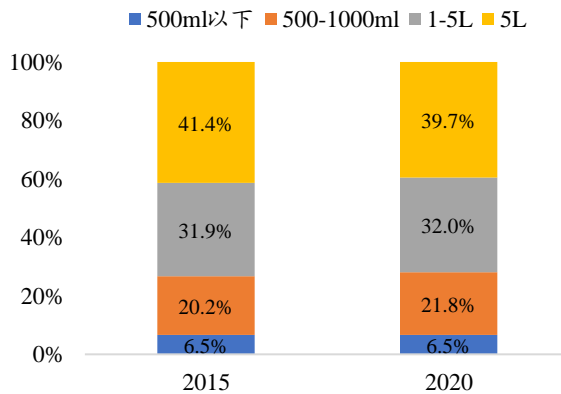
数据来源：国家统计局人口抽样调查，东北证券

**食用油细分市场不断发展，食用油消费需求分散化。**随着社会经济的发展，人们对食用油的消费需求越来越多元化，食用油细分市场不断发展，在传统常见食用油之外，还出现了油茶籽油、米糠油、亚麻籽油、红花籽油等细分领域油种，消费需求

分散化，小包装食用油能更好满足消费者的分散化、多样化需求。此外，小包装食用油还具有更安全、更轻便、包装更精致等优点，受到越来越多消费者欢迎。

小包装食用油中，传统 5L 消费量占比下降。小包装食用油各规格中，相较 2015 年，2020 年传统 5L 的消费量占比下降至 39.7%，500-1000ml 的消费量占比提升至 21.8%。

图 27: 小包装食用油各规格消费量占比



数据来源：欧睿国际，东北证券

### 3.1.3. 主打小包装食用植物油，提升盈利中枢

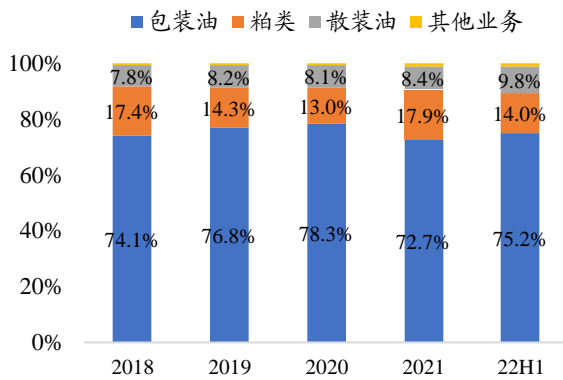
**以包装油产品为经营核心。**公司的市场定位十分明确，自成立以来一直以菜籽油系列包装油产品为经营核心，2018 年至今，包装油产品营业收入占比保持在 75%左右。2022 年上半年，公司包装油营收占比 75.2%，散装油营收占比 9.8%。公司的散装油主要是公司采购之后直接销售给食品加工企业或其他油脂企业的贸易油。

**紧贴消费需求趋势，主打小包装食用植物油。**公司抓住食用植物油市场“小包装化”趋势，主打小包装食用植物油。公司包装油产品大多数为小包装油，2014-2016 年，公司小包装油销售额占食用油的比重平均为 84.4%，远高于行业百分之三十左右的整体水平。

**小包装油有利于提升盈利中枢。**包装油单价高于散装油，毛利率显著高于散装油，2019-2020 年，公司包装油毛利率分别为 11.1%、8.7%，远高于散装油。随着包装油逐渐替代散装油，食用油行业的整体盈利水平将不断提升。同时，小包装的毛利率远高于中包装（2015 年公司小包装油毛利率为 19.7%，中包装油毛利率为 4.1%。），公司主打小包装食用植物油有利于提升盈利中枢。

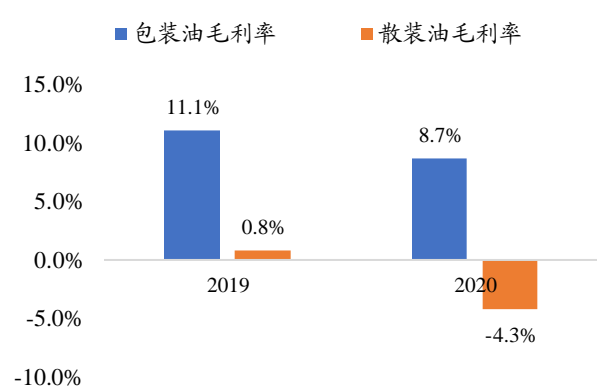


图 28: 公司产品结构以包装油为主



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 29: 公司包装油毛利率远高于散装油

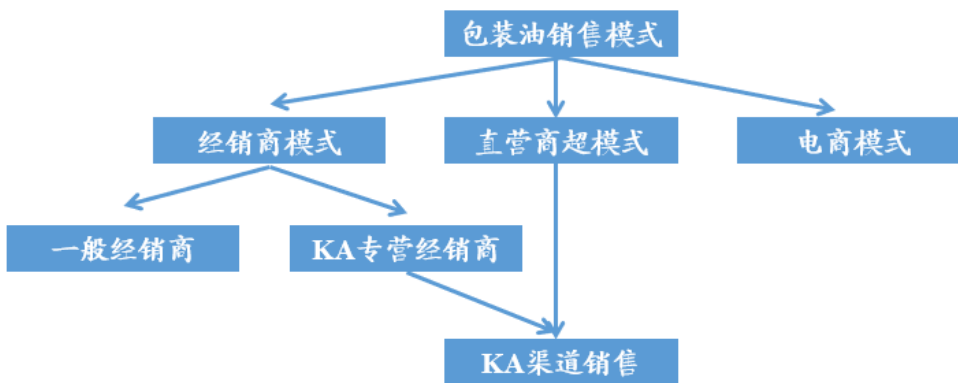


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.2. 经销商队伍持续壮大, 销售网络进军全国

**销售模式以经销商模式为主。**公司包装油销售模式分为经销商模式和直销模式。1) 现阶段, 公司销售模式以经销商模式为主, 主要通过各区域经销商在各地地方商超、小区门店、粮油店等终端向消费者销售。2) 直销模式包括直营商超模式和电商模式。公司正加大直销力度, 通过食品营销公司和电子商务公司, 在大型连锁 KA 卖场、线上平台进行产品销售。

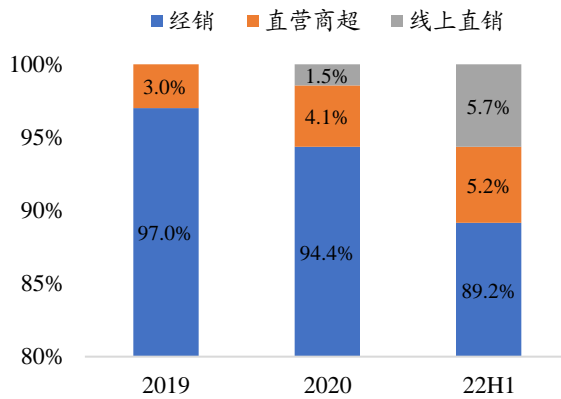
图 30: 公司包装油销售模式



资料来源: 公司公告, 东北证券

随着电商的快速发展, 加上疫情影响线下购物, 公司线上直销从无到有, 快速发展, 营收占比逐渐提升, 2022 年上半年占比达 5.7%; 直营商超的营收占比从 2019 年的 3.0% 提升至 2022 年上半年的 5.2%; 但经销仍是公司最主要的销售模式, 2022 年上半年营收占比达 89.2%。

图 31: 包装油分销售模式营收结构

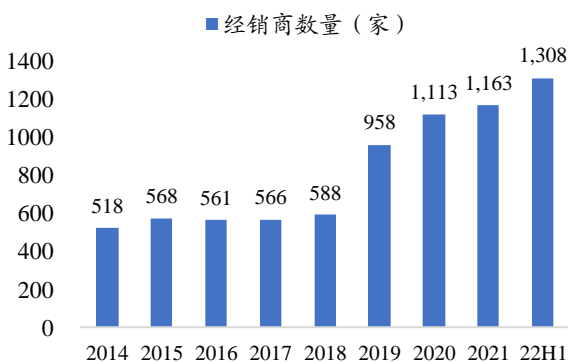


数据来源: 公司公告, 东北证券

**销售网络建设正处高速增长阶段, 经销商队伍持续壮大。**公司的销售主要通过分布在各省、市、县的区域经销商实现。1) 2019 年之前, 公司经销商数量较为稳定, 2019 年以来, 公司销售网络建设进入高速增长新阶段, 经销商队伍持续扩大, 2019-2021 年年均复合增速达 10.2%。2022 年上半年, 区域经销商已达 1308 家, 较上年末增长 12.5%, 呈加速扩张趋势。2) 2022 年上半年, 公司区域经销商达 1308 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 78 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。

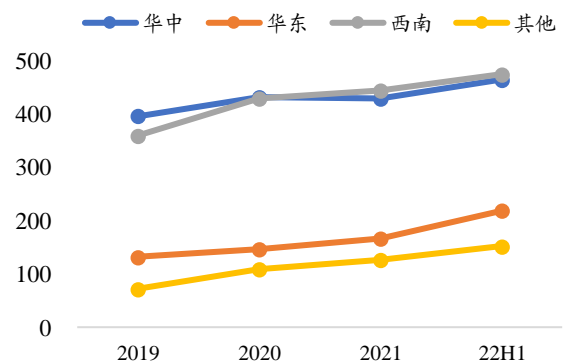
**销售网络进军全国。**公司目前市场发展战略规划是深耕华中、西南市场, 发展华东、华南、西北市场, 开发华北、东北市场。2022 年上半年, 华中、华东、西南、其他地区经销商分别达 464 家、218 家、474 家、152 家, 较 2019 年分别增长 17.5%、65.2%、32.0%、111.1%, 公司在各个市场均呈现不同程度的增长, 在华东和其他地区的销售网络建设速度明显更快, 正沿长江流域辐射, 乃至进军全国。

图 32: 经销商队伍持续壮大



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 33: 分区域经销商数量 (家)



数据来源: 公司公告, 东北证券

### 3.3. 与媒体深度合作, 从区域性品牌向全国性品牌发展

### 3.3.1. 行业进入品牌竞争阶段，但菜籽油领域尚未有全国性领导品牌

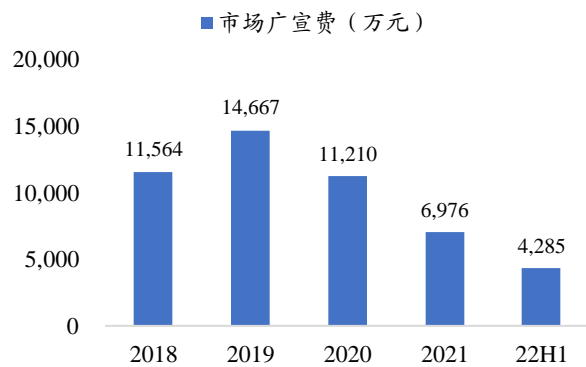
**食用植物油行业进入品牌竞争阶段。**近年，食用油行业频出食品安全质量问题，地沟油等严重威胁消费者的身体健康，出现质量问题的油品以杂牌油、自榨油和小油厂的散油以及贴牌厂商为主，越来越多的消费者认识到品牌的重要性，更加倾向于选择有保障的品牌食用油，品牌美誉度将逐渐成为消费者选择食用油的主要考量因素，具有品牌美誉度的食用油企业市场份额将逐步提高。

**菜籽油领域尚未有全国性领导品牌。**我国目前小包装食用油市场中，大豆油类、花生油类、玉米油类食用植物油都有明确的市场领导品牌，比如“金龙鱼”、“鲁花”、“西王”，但是在菜籽油领域尚未有全国性领导品牌。随着菜籽油行业的不断发展，迫切需要菜籽油领域的领导品牌引领行业的发展。

### 3.3.2. 与媒体深度合作，“道道全”品牌正从区域性品牌向全国性品牌发展

**与媒体深度合作，力推“道道全”品牌。**1) 公司把握市场先机，抓住包装菜籽油细分市场没有全国性知名品牌的市场空缺，力推“道道全”品牌的包装菜籽油系列产品。2) 公司重视“道道全”品牌营销战略，与央视、湖南卫视等优质媒体合作进行品牌联合推广，进行了大量的广告和宣传投入，市场广宣费支出较高，2018-2020年，每年支出均过亿元。3) 近年来在综艺广告上大力投入，从《头号惊喜》、《歌手》到《欢乐中国人》、《恋梦空间》，再到冠名《开门大吉》、赞助《向往的生活》、《中餐厅》等，努力提升品牌价值。

图 34: 公司市场广宣费支出较高



数据来源：公司公告，东北证券

图 35: 道道全独家赞助央视综艺《欢乐中国人 2》



资料来源：网络资料，东北证券

图 36: 道道全赞助湖南卫视综艺《中餐厅》



资料来源：网络资料，东北证券

图 37: 道道全赞助湖南卫视综艺《向往的生活》



资料来源：网络资料，东北证券

**品牌价值提升，正在从区域性品牌向全国性品牌发展。**目前公司的“道道全”品牌是国内食用植物油菜籽油类代表性品牌，已具有一定市场认可度和品牌美誉度，特别是在长江流域已经具有很高的声誉，正在从区域性品牌向全国性品牌转变。“道道全”品牌的巨大影响力已经成为企业核心竞争力之一。

### 3.3.3. 完善品牌布局，推出高端食用油品牌

公司坚持品牌化经营思路，除了“道道全”品牌，还拥有“菜子王”、“海神”、“东方山”食用油知名品牌，“道道全”是全国菜籽油销量领先品牌，“菜子王”是全国浓香风味菜籽油代表品牌，“海神”是区域餐饮食用油专业品牌；2022年5月，正式推出高端食用油品牌东方山茶油，进军高端食用油市场。

图 38: 公司产品品牌体系



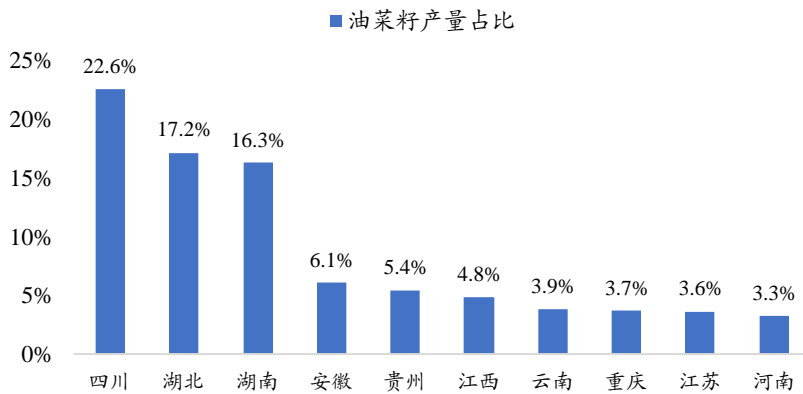
资料来源：公司公告，东北证券

### 3.4. 背靠菜籽油主产区和主消费区，区位优势突出

**长江流域是油菜籽主产区、主加工区和主要消费区。**1) 自古以来，油菜广泛的种植于长江流域，是长江地区主要的油料作物。长江流域既是油菜籽的主产区，也是菜籽油的主要加工区，长江沿岸各省油菜籽产量占全国总产量的85%以上。2020年油

菜籽产量排名前三省份分别为四川、湖北、湖南，产量占比分别为 22.6%、17.2%、16.3%。2) 菜籽油的消费群体也主要分布在长江流域，长江流域既是菜籽油的主要消费区域，同时又是中国经济增长较为快速的地区。

**图 39：2020 年油菜籽产量排名前十省份占比**



数据来源：Wind 资讯，东北证券

**背靠菜籽油主产区和主消费区，有利于保持供应稳定和产品销售。**公司背靠长江流域油菜籽主产区、主加工区和主要消费区，有利于供应链稳定，方便产品销售。

**利用区位优势，沿长江流域进行产业布局。**近年来，公司在巩固长江中游地区市场优势的同时，将销售范围逐步向长江上游和下游拓展。公司目前市场发展策略是深耕华中、西南市场，发展华东、华南、西北市场，开发华北、东北市场，销售区域总体呈现以华中、西南为核心、沿长江流域辐射的态势。2017 年，岳阳临港食用植物油加工综合项目投产；2018 年 9 月，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；2021 年，靖江食用油加工综合项目一期投产，将利用长江流域的区位优势，辐射华东市场。同时，沿长江流域的产业布局可以有效地利用长江水系的货运优势降低运输成本。

### 3.5. 川菜市场空间广阔，有望带动菜籽油消费增加

**菜籽油被誉为“川菜之魂”。**1) 四川、贵州、云南、湖南等地，烹调食物喜用菜籽油，菜品浓郁芳香，口感爽滑。2) 菜籽油被广泛应用于川菜制作，菜籽油被誉为“川菜之魂”，大多数川菜的烹制都离不开菜籽油。川菜的灵魂红油，也必须用菜籽油来烹制。

**川菜深受消费者喜爱，市场空间广阔。**川菜历史悠久，“一菜一格，百菜百味”，有着浓郁的地方风味，深受消费者喜爱，是最流行的菜系之一。1) 《2021 年美团餐饮行业报告》显示，从门店数量上看，2020 年主要特色菜细分门店数占比中，川菜、火锅以 28.8% 的占比高居榜首，且远高于第二位 8.7% 的占比；从菜品看，川菜菜品在整个外卖中的占比达到 3.7%，较 2018 年增长了 85%；在消费者推荐菜 Top 100 中，有近 20% 为川菜。2) 艾媒咨询调研数据显示，在肉禽预制菜的八大菜系产品中，川菜最受欢迎，占比 67.4%，偏向咸辣口味；其次是湘菜，口味偏向辣味。

川菜受欢迎有望带动菜籽油消费增加。在后疫情时代，随着餐饮行业的逐渐恢复，川菜市场规模有望获得快速增长，将带动作为其烹调必需品的菜籽油消费需求增长。

#### 4. 全国产能布局基本完成，产能预计实现翻倍增长

**主要生产基地产能趋于饱和。**公司主要生产基地岳阳子公司和重庆子公司生产线产能利用率已基本饱和。华东主要生产基地南京子公司，因生产设备老旧，产能产量无法满足公司在该区域的市场发展需求，已于2021年8月实施停产。2018年至今，公司产销率保持高位，接近100%。

**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。**随着在靖江、岳阳、茂名等多个项目建成投产，公司产能布局日益完善。2021年7月，公司与兴平市政府签订协议，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，公司全国产能布局基本完成。

表 4: 产能项目建设情况

项目	建设进展
靖江食用油加工综合项目一期	2021年8月正式投产
岳阳食用油加工项目二期	2021年9月正式投产
茂名食用油加工项目	2022年8月正式投产
兴平市100万吨/年食用油加工项目	进行中

资料来源：公司公告，东北证券

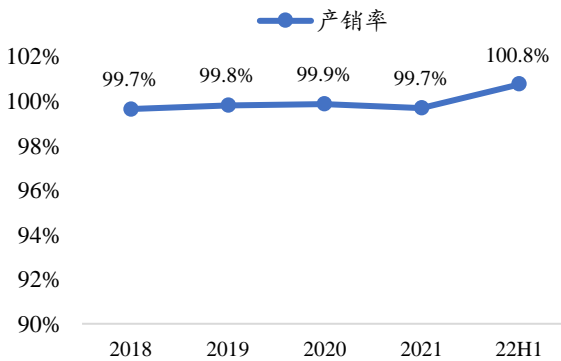
**预计至2022年底，各项产能实现翻倍增长，业绩有望提速。**随着在靖江、岳阳、茂名的建设项目陆续投产，新增产能有望逐渐释放，预计至2022年底，公司初榨、精炼、罐装产能将分别达到100.5万吨、114.5万吨、110.4万吨，较2020年底分别增长191.3%、116.0%、166.7%，各项产能实现翻倍增长，产能受限问题将得到解决，公司产品的产量、销量也将有相应增长，为未来提速发展提供充分的产能保障。在完善公司产品与产能布局的同时，也将进一步提升公司对原材料供应的掌控能力，对公司未来的经营业绩产生积极的影响。

表 5: 原有及新增产能情况 (单位: 万吨)

	原有			新增		合计	增长	
	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	191.3%
精炼	30	18	5	1.5	30	30	114.5	116.0%
灌装	30	9	2.4	9	30	30	110.4	166.7%

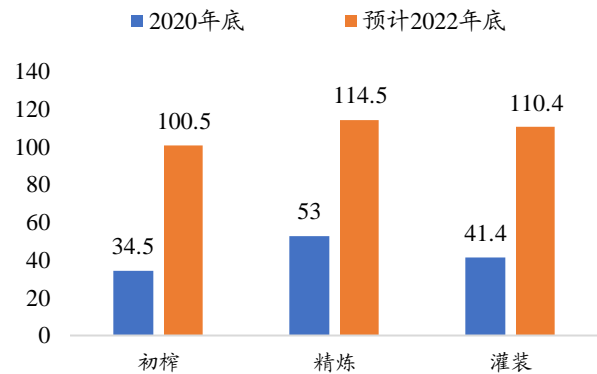
数据来源：公司公告，东北证券

图 40: 产销率保持高位



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 41: 产能有望实现翻倍增长 (单位: 万吨)



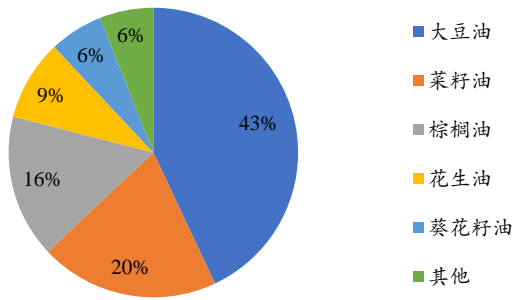
数据来源: 公司公告, 东北证券

## 5. 粮食安全战略实施, 政策鼓励菜籽油行业发展

**国内粮食安全战略实施, 我国食用植物油自给能力提升需求较大。**1) 党的十八大以来, 党中央着眼实现“两个一百年”奋斗目标和中华民族伟大复兴的中国梦, 提出了“以我为主、立足国内、确保产能、适度进口、科技支撑”的新形势下国家粮食安全战略, 并提出我国粮食供求将长期处于紧平衡态势。2) 2008 年以来, 我国的食用植物油的原材料依赖于国际市场的进口。随着近年来国际贸易摩擦不断, 以及国内粮食安全战略的实施, 我国食用植物油的自给需求大幅提升。

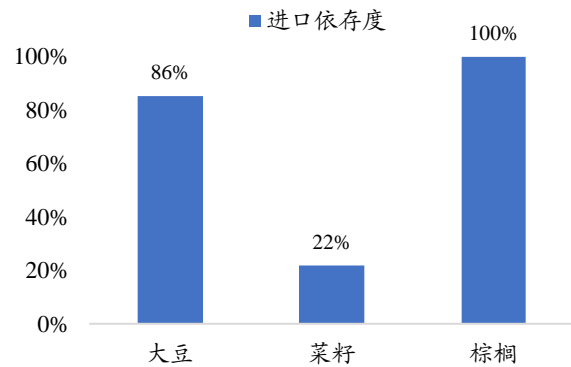
**菜籽对外依存度相对较低, 提升自给能力的最大潜力品种是油菜。**1) 国内植物油消费结构中, 大豆油、菜籽油、棕榈油消费量占比排名前三, 2020 年占比分别为 43%、20%、16%。三大主要油料中, 棕榈全部依赖进口, 2021 年大豆的对外依存度高达 85.5%, 菜籽的对外依存度为 22%, 相对较低。2) 与大豆同为油料作物, 但油菜不与粮争地。在长江流域, 油菜主要种植在本就不适种植小麦的冬闲田之上。3) 油菜是抗盐碱作物, 对环境的适应性很强, 盐碱地扩种油菜的潜力巨大。4) 油品间具有很强的替代性, 且油菜籽的出油率高于大豆, 未来我国解决食用植物油供给安全的最大潜力品种是油菜。

图 42: 2020 年我国植物油消费结构



数据来源: USDA, 东北证券

图 43: 2021 年我国主要油料对外依存度

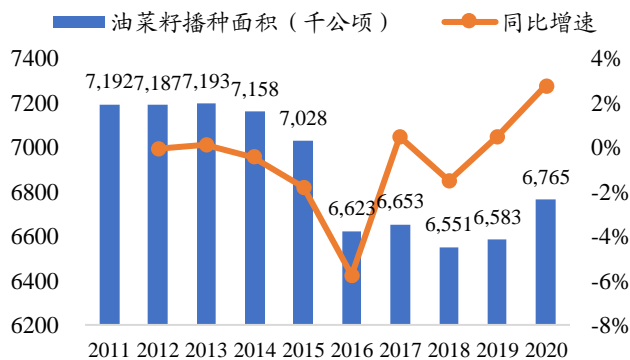


数据来源: Wind 资讯, 东北证券

尽管油菜对我国粮食安全意义重大, 但是由于之前国内油菜籽价格持续下跌, 油菜种植户种植意愿降低, 油菜种植产业的发展遭遇了瓶颈期, 播种面积自 2014 年以来, 整体呈现下降态势, 2019 年开始有所回升。2020 年, 我国油菜籽播种面积为 676.5 万公顷 (约 1 亿亩)。

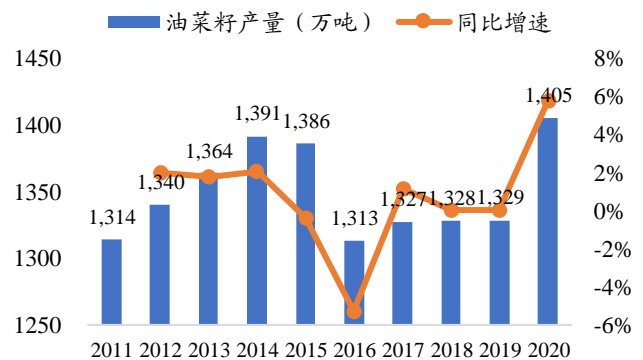
油菜籽产量方面, 在 2016 年下降到近年来最低点后, 开始逐渐回升。2020 年, 我国油菜籽产量为 1405 万吨, 同比增长 5.8%, 油菜籽产量达到近十年来高点。

图 44: 我国油菜籽播种面积



数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 45: 我国油菜籽产量



数据来源: 国家统计局, 东北证券

**政策鼓励扩种油菜, 菜籽油行业有望快速增产。**2021 年, 农业农村部印发《“十四五”全国种植业发展规划》, 提出到 2025 年, 油料作物播种面积要从 1.97 亿亩发展到 2.2 亿亩以上, 其中油菜面积从 1 亿亩发展到 1.2 亿亩左右; 油菜籽产量从 1400 万吨发展到 1800 万吨。



表 6: 国家鼓励油菜扩种相关事件

时间	事件
2021 年 3 月	“十四五”规划纲要中，第一次把实施粮食安全战略纳入五年规划
2021 年 9 月	农业农村部召开全国秋冬种工作视频会议，强调要把油料生产摆在突出位置，大力开发南方冬闲田，多措并举扩大冬油菜种植
2022 年 1 月	中央一号文件提出，大力实施大豆和油料产能提升工程，在长江流域开发冬闲田扩种油菜
2021 年 12 月	农业农村部印发《“十四五”全国种植业发展规划》，提出到 2025 年，油料作物播种面积达到 2.2 亿亩以上，其中油菜面积 1.2 亿亩左右；油菜产量达到 1800 万吨

资料来源：公开资料，东北证券

## 6. 盈利预测与估值

随着原材料价格调整回落，食用油加工行业迎来业绩拐点。公司抓住消费需求变化，主打小包装食用植物油，销售网络进军全国，正从区域性品牌向全国性品牌转变，叠加年底产能预计翻倍，菜籽油有望放量，加上行业政策端利好支持，公司作为菜籽油细分领域龙头企业，有望享受行业利润改善，实现公司快速发展。我们预计公司 2022-2024 年营业收入可达 70.0/91.9/106.3 亿元，归母净利润可达 0.6/2.1/3.2 亿元，对应 EPS 可达 0.18/0.58/0.89 元。

表 7: 收入预测及关键假设 (单位: 百万元)

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
包装油	收入	3,160	4,141	3,963	5,151	6,955	8,067
	yoy		31.0%	-4.3%	30.0%	35.0%	16.0%
	占比	76.8%	78.3%	72.7%	73.6%	75.7%	75.9%
	成本	2,810	3,781	3,891	4,827	6,294	7,261
	毛利	350	360	72	325	661	807
	毛利率	11.1%	8.7%	1.8%	6.3%	9.5%	10.0%
散装油	收入	339	429	459	574	688	792
	yoy		26.6%	6.9%	25.0%	20.0%	15.0%
	占比	8.2%	8.1%	8.4%	8.2%	7.5%	7.4%
	成本	336	447	440	556	664	760
	毛利	3	-18	19	17	24	32
	毛利率	0.8%	-4.2%	4.1%	3.0%	3.5%	4.0%
菜籽油合计	收入	3,499	4,570	4,422	5,725	7,643	8,859
	yoy		30.6%	-3.3%	29.5%	33.5%	15.9%
	占比	85.0%	86.4%	81.1%	81.8%	83.2%	83.3%
	成本	3,146	4,228	4,331	5,383	6,958	8,020
	毛利	353	342	91	342	685	838
	毛利率	10.1%	7.5%	2.1%	6.0%	9.0%	9.5%
粕类	收入	588	685	974	1,217	1,460	1,679
	yoy		16.5%	42.2%	25.0%	20.0%	15.0%
	占比	14.3%	12.9%	17.9%	17.4%	15.9%	15.8%
	成本	577	665	1,019	1,193	1,424	1,629
	毛利	11	19	-46	24	37	50
	毛利率	1.8%	2.8%	-4.7%	2.0%	2.5%	3.0%
其他业务	收入	30	33	54	57	86	94
	yoy		9.8%	67.1%	5.0%	50.0%	10.0%
	占比	0.7%	0.6%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%
	成本	16	11	11	11	17	19
	毛利	14	21	44	46	68	75
	毛利率	46.5%	65.3%	80.5%	80.0%	80.0%	80.0%
营业收入	收入	4,117	5,287	5,449	6,999	9,189	10,632
	yoy		28.4%	3.1%	28.4%	31.3%	15.7%
营业成本		3,739	4,905	5,361	6,587	8,399	9,668
毛利		378	382	89	412	790	964
毛利率		9.2%	7.2%	1.6%	5.9%	8.6%	9.1%

数据来源: 公司公告, 东北证券

**表 8: 期间费用率关键假设**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	6.2%	3.2%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	1.5%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%
研发费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%

数据来源：公司公告，东北证券

我们选取粮油行业龙头企业金龙鱼，植物油营收占比超过三成的加加食品，川式复调领导者天味食品，作为可比公司。可比公司 2023 年动态 PE 的平均值为 33x，作为公司估值的参照，给予公司 2023 年 33x PE，对应目标价 19.23 元，首次覆盖给予“增持”评级。

**表 9: 可比公司估值表**

	股价 2022/9/5	EPS				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
金龙鱼	44.26	0.76	1.03	1.36	1.64	58	43	33	27
加加食品	4.21	-0.07	0.13	0.18	0.22	-60	32	23	19
天味食品	23.84	0.24	0.41	0.54	0.69	99	58	44	35
<b>平均值</b>						<b>32</b>	<b>45</b>	<b>33</b>	<b>27</b>
<b>道道全</b>	<b>15.10</b>	<b>-0.69</b>	<b>0.18</b>	<b>0.58</b>	<b>0.89</b>	<b>-22</b>	<b>84</b>	<b>26</b>	<b>17</b>

数据来源：Wind 资讯，东北证券

注：可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期

## 7. 风险提示

- 1) 原材料价格大幅上涨风险。
- 2) 渠道拓张不及预期风险。
- 3) 疫情反复风险。
- 4) 食品安全风险。
- 5) 套期保值风险。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	413	232	971	1,106
交易性金融资产	41	41	41	41
应收款项	83	78	157	125
存货	858	1,469	1,438	1,858
其他流动资产	379	542	716	769
<b>流动资产合计</b>	<b>1,773</b>	<b>2,362</b>	<b>3,323</b>	<b>3,898</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	1,447	1,402	1,277	1,100
无形资产	156	151	146	141
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,349</b>	<b>2,058</b>	<b>1,760</b>	<b>1,458</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,123</b>	<b>4,420</b>	<b>5,082</b>	<b>5,356</b>
短期借款	809	954	1,004	1,054
应付款项	456	386	707	578
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>1,588</b>	<b>1,833</b>	<b>2,310</b>	<b>2,295</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	85	85	85	85
<b>长期负债合计</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,673</b>	<b>1,918</b>	<b>2,395</b>	<b>2,379</b>
归属于母公司股东权益合计	2,394	2,444	2,623	2,902
少数股东权益	56	58	65	75
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,123</b>	<b>4,420</b>	<b>5,082</b>	<b>5,356</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,449</b>	<b>6,999</b>	<b>9,189</b>	<b>10,632</b>
营业成本	5,361	6,587	8,399	9,668
营业税金及附加	14	16	22	26
资产减值损失	-50	-1	-1	-2
销售费用	118	140	184	213
管理费用	84	112	152	181
财务费用	30	36	44	32
公允价值变动净收益	14	0	0	0
投资净收益	-74	-61	-164	-142
<b>营业利润</b>	<b>-251</b>	<b>78</b>	<b>265</b>	<b>411</b>
营业外收支净额	3	0	2	2
<b>利润总额</b>	<b>-248</b>	<b>78</b>	<b>266</b>	<b>413</b>
所得税	-50	12	53	83
净利润	-198	66	213	330
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-192</b>	<b>64</b>	<b>206</b>	<b>320</b>
少数股东损益	-6	2	7	10

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>-198</b>	<b>66</b>	<b>213</b>	<b>330</b>
资产减值准备	49	3	3	3
折旧及摊销	71	190	197	199
公允价值变动损失	-14	0	0	0
财务费用	32	44	49	51
投资损失	74	61	164	142
运营资本变动	-51	-667	201	-510
其他	-51	0	-2	-2
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-87</b>	<b>-304</b>	<b>826</b>	<b>215</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-673</b>	<b>39</b>	<b>-62</b>	<b>-41</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>769</b>	<b>85</b>	<b>-24</b>	<b>-40</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-563</b>	<b>-227</b>	<b>886</b>	<b>266</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	-0.69	0.18	0.58	0.89
每股净资产 (元)	6.67	6.81	7.31	8.08
每股经营性现金流量	-0.24	-0.85	2.30	0.60
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	3.1	28.4	31.3	15.7
净利润增长率	-151.0	133.4	221.6	55.0
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	1.6	5.9	8.6	9.1
净利率	-3.5	0.9	2.2	3.0
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	5.59	4.20	4.67	4.82
存货周转天数	58.20	63.58	62.30	61.36
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	40.6	43.4	47.1	44.4
流动比率	1.12	1.29	1.44	1.70
速动比率	0.38	0.24	0.57	0.61
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	2.2	2.0	2.0	2.0
管理费用率	1.5	1.6	1.7	1.7
财务费用率	0.6	0.5	0.5	0.3
<b>分红指标</b>				
分红比例	0.0	21.3	13.3	12.8
股息收益率	0.0	0.3	0.7	1.0
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	—	84.43	26.25	16.94
P/B (倍)	2.51	2.22	2.07	1.87
P/S (倍)	0.99	0.77	0.59	0.51
净资产收益率	-8.0	2.6	7.9	11.0

资料来源：东北证券

**研究团队简介:**

李强: 西南财经大学金融学硕士, 电子科技大学金融学本科, 现任东北证券食品饮料行业组长分析师。曾任华龙证券有限责任公司研究员, 南京证券股份有限公司研究员。具有 10 年证券研究从业经历, 荣获 2019 年金牛奖食品饮料行业最佳分析团队第 1 名, 2019 年 Wind 资讯金牌分析师第 5 名, 2018 年每市食品饮料行业年度组合收益第 4 名, 2018 年投研社最受机构欢迎分析师, 2018 年进门财经百佳分析师, 2018 年食品饮料研究 Wind 平台影响力排行榜第 7 名, 2018 年度知丘杯金测奖最佳分析师第 3 名, 2017 年卖方分析师水晶球奖食品饮料行业第 2 名, “2016 年 Wind 资讯第四届金牌分析师全民票选” 食品饮料行业第 1 名。

范林泉: 复旦大学经济学硕士, 现任东北证券食品饮料组研究助理, 曾就职于国泰君安证券研究所。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qjian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimek@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn