

道道全 (002852.SZ) / 农林牧渔

证券研究报告/公司深度报告

2022年12月8日

**评级：买入（首次）**

市场价格：14.35

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

联系人：王佳博

电话：021-20315125

Email: wangjb@zts.com.cn

联系人：严瑾

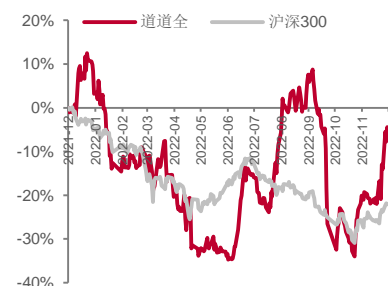
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	359
流通股本(百万股)	286
市价(元)	14.35
市值(百万元)	5,152
流通市值(百万元)	4,107

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 1 行业深度：替代价差修复将提振菜籽油消费
- 2 小包装油单位盈利有望创历史新高
- 3 小包装菜籽油市场“夏意浓”

### 公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,287	5,449	8,116	10,658	11,375
增长率 yoy%	28%	3%	49%	31%	7%
净利润(百万元)	-76	-192	-72	526	690
增长率 yoy%	-159%	-151%	63%	832%	31%
每股收益(元)	-0.21	-0.53	-0.20	1.46	1.92
每股现金流量	0.16	-0.24	-0.41	1.42	2.17
净资产收益率	-4%	-8%	-3%	19%	20%
P/E	-67.3	-26.8	-71.7	9.8	7.5
P/B	2.8	2.2	2.3	1.9	1.6

备注：股价取自2022年12月8日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

- 道道全粮油股份有限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。资产总额40亿元，年产值55亿元，是国内第一家以菜籽油加工为主的上市公司。
- 公司制定销量百万，市占率达到10%的战略目标，较当前45万吨以及6%的水平出现明显提升。我们认为从产能、品牌以及市场环境等多方面，公司已经具备了成为行业翘楚的基础。
- 公司是国内菜籽油小包装领域的三大龙头之一。公司利用资本市场募投，压榨、精炼、小包装产能分别跃升至100.5万吨、114.5万吨、117.6万吨。其中茂名、靖江具备的独特区位优势，将是公司发力华南及华东市场的重要依托。
- 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，在业务运营和管理领域拥有丰富的经验，相对于菜籽油国内消费总量的“冲高回落”，近8年公司小包装销量呈现逐步走高态势，展现了公司深耕渠道，加大营销投入的积极效果。
- 菜籽油的价格将在未来2-3年震荡下跌，在这一过程中小包装油的单位盈利将创历史新高，这是参与植物油板块的核心逻辑。菜籽油是仅次于豆油的国内第二大植物油，当它成为植物油消费主力时需要呈现更高的增速弹性。历史经验看，当价差环境对菜籽油更友好时，其消费增速会提升至10-15%。结合公司销售能力及品牌的分析，我们认为公司可同时享受行业增速，以及品牌优势带来的增速溢价。
- 伴随公司压榨产能上线，公司利润构成可以拆分为压榨利润+包装油利润+副产品利润，其中包装油仍占据核心，压榨收益增加明显（收入端体现为粕类、散油、压榨副产品收入的增加），特别在原料下行以及养殖利润丰厚的情形下。
- **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为81.16亿元、106.58亿元、113.75亿元；归属母公司净利润分别为-0.72亿元、5.26亿元、6.90亿元，同比增长63%、832%、31%。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**小包装销量不及预期，政策对小包装限价制约公司提价空间，原料价格波动的风险，人民币贬值导致进口成本增加，ST风险，研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

### 投资主题

### 报告亮点

强调公司成长性特质以及产业链延伸带来的全产业链收益；从绝对价格、相对价格两方面谈周期驱动；丰富了公司套期保值业务的介绍和评估，强调其保驾护航的必要性。

### 投资逻辑

周期成长，原料菜籽油价格未来 2-3 年震荡下跌，这一过程小包装油单位盈利将创历史新高，这是参与植物油板块的周期逻辑。公司制定销量百万，市占率 10%的战略目标，较当前 45 万吨以及 6%的水平出现明显提升，从产能、品牌力以及市场环境等多方面，公司已经具备了成为行业翘楚的基础，这是参与公司的成长逻辑。

### 关键假设、估值与盈利预测

采用相对估值法，对比同行业估值所处位置以及公司的行业地位，结合明后两年的业绩评估，判断当前股价处于低估水平。

## 内容目录

公司基本介绍 .....	- 5 -
公司股权结构 .....	- 5 -
主营业务及经营情况 .....	- 6 -
产能延伸构筑底层基础 .....	- 8 -
销售能力及品牌价值逐年提升 .....	- 10 -
绝对价格与相对价格对菜油消费皆友好 .....	- 11 -
套保折损难避免 规范操作促成长 .....	- 12 -
盈利预测及估值分析 .....	- 14 -
风险提示 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1: 公司股权结构 (截止 9 月 30 日) .....	- 5 -
图表 2: 公司主要原料、工艺及产品 .....	- 6 -
图表 3: 2021 年公司业务收入占比 .....	- 6 -
图表 4: 公司不同区域营收结构 (百万元) .....	- 6 -
图表 5: 公司经销商数量 (家) .....	- 6 -
图表 6: 公司营业收入及增速 (百万元) .....	- 7 -
图表 7: 公司销售毛利率 .....	- 7 -
图表 8: 公司归母净利润及增速 (百万元) .....	- 7 -
图表 9: 公司扣非净利润及增速 (百万元) .....	- 7 -
图表 10: 2022 年国内三大油脂消费结构 .....	- 8 -
图表 11: 公司产能大幅提升, 辐射全国 .....	- 8 -
图表 12: 公司产能情况 .....	- 9 -
图表 13: 公司盈利构成 .....	- 9 -
图表 14: 公司包装油销量与国内菜籽油销量 (万吨) .....	- 10 -
图表 15: 道道全市占率 (包装油/国内菜籽油销量) .....	- 10 -
图表 16: 道道全连续多年获菜籽油加工企业 10 强 .....	- 10 -
图表 17: 2022 年中国菜籽油十大推荐品牌 .....	- 10 -
图表 18: 道道全高油酸菜籽油 .....	- 11 -
图表 19: 东方山茶油亮相 .....	- 11 -
图表 20: 小包装油单位盈利 (元/吨) .....	- 11 -
图表 21: 菜籽油价格涨跌幅 .....	- 11 -

图表 22: 广东地区菜油与豆油现货价之比.....	- 12 -
图表 23: 菜油与豆油消费增速比较.....	- 12 -
图表 24: 道道全投资净收益 (万元).....	- 13 -
图表 25: 道道全公允价值变动净收益 (万元).....	- 13 -
图表 26: 金龙鱼投资净收益 (百万元).....	- 13 -
图表 27: 金龙鱼公允价值变动净收益 (百万元).....	- 13 -
图表 28: 国内菜籽油期货价格历史波动率.....	- 13 -
图表 29: 道道全套期保值保证金额度占审计净资产上限.....	- 13 -
图表 30: 道道全业务拆分.....	- 14 -
图表 31: 可比公司估值.....	- 16 -

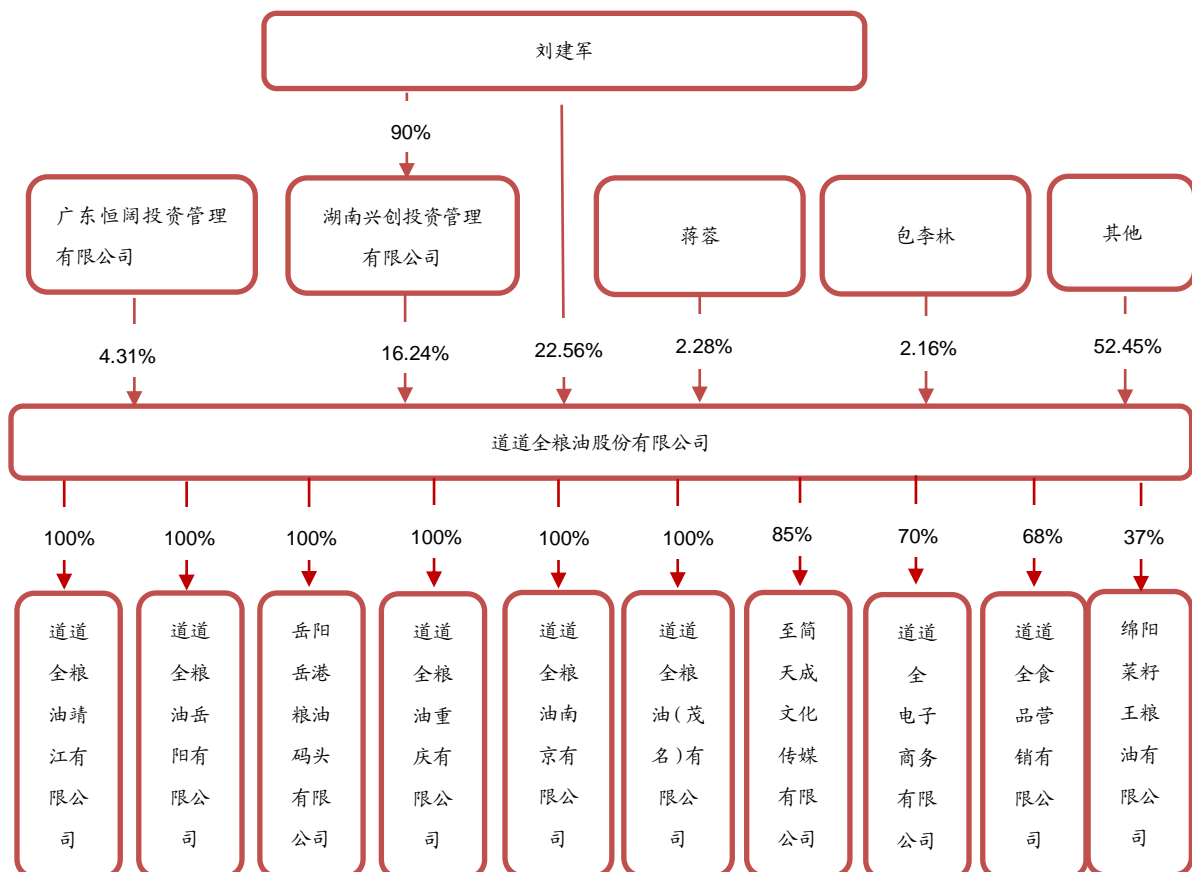
## 公司基本介绍

- 道道全粮油股份有限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。公司总部位于岳阳经济技术开发区，2021年资产总额40亿元，年产值55亿元，是国内第一家以菜籽油加工为主的上市公司。
- 公司旗下拥有“道道全”、“菜子王”、“金菜王”、“海神”等食用油知名品牌。“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”、“金菜王”是区域餐饮食用油专业品牌。公司各系列产品均以“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。

## 公司股权结构

- 公司控股股东为刘建军先生，直接持股比例为22.56%，同时持有第二大股东湖南兴创投资管理有限公司90%的股份。

图表 1：公司股权结构（截止 9 月 30 日）

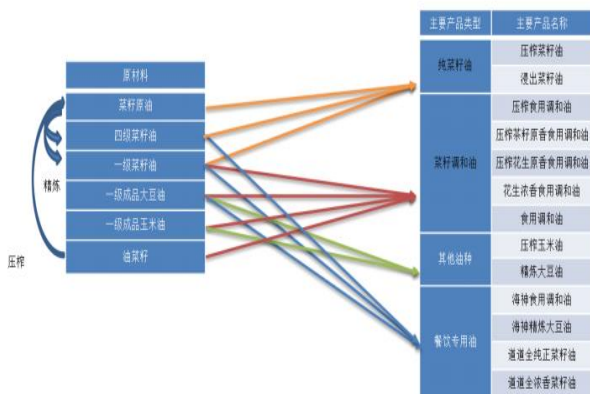


来源：公司公告、中泰证券研究所

## 主营业务及经营情况

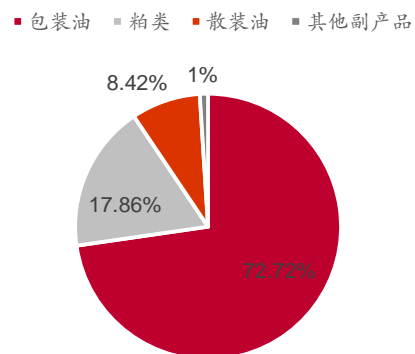
- 包装油、粕类、散装油是公司三大主营业务。2021 年年报显示，公司包装油业务占比 72.72%，粕类占比 17.86%，散装油占比 8.42%，及其它业务（主要为压榨副产品）占比 1%。包装油原料以菜籽毛油为主，其来源为国内外市场采购及公司生产基地菜籽榨取，伴随公司压榨产能的增加，公司自产毛油的比例将显著提升。
- 公司深耕华中、华东、西南市场，并积极发展华南、西北市场，开发华北、东北市场，是近年公司市场发展的战略规划。2021 年年报数据显示，华中、华东、西南区域合计营收占公司总营收的 93.34%，其它区域占比 6.66%（2014 年占比仅为 0.4%）。
- 营收高速增长得益于区域经销商规模的快速增加，截至 2022 年 6 月末，公司经销商总数已达 1308 家，较 2021 年底增加 145 家，较 2014 年增长 152.51%。2020 年 4 月，公司与相关营销骨干发起设立道道全食品营销有限公司，加强公司在大型 KA 卖场及新零售渠道的布局与发展，助力公司市场全面布局。2021 年 5 月，公司出资 3500 万元与岳阳市道诚投资合伙企业共同投资设立道道全电子商务有限公司。

图表 2：公司主要原料、工艺及产品



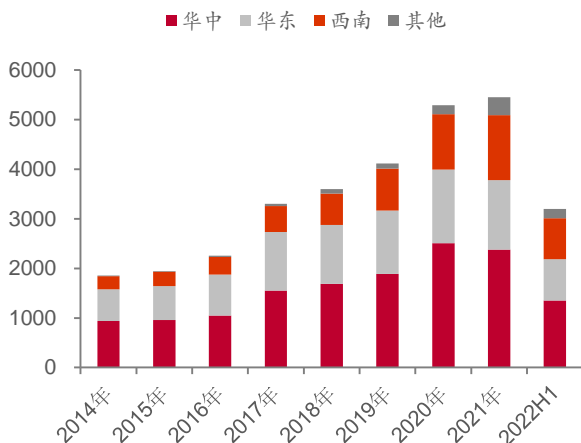
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3：2021 年公司业务收入占比

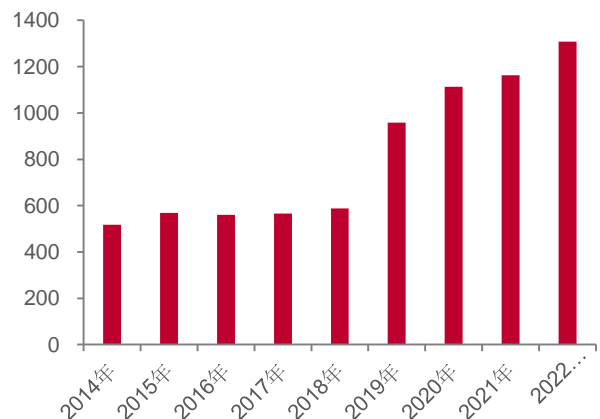


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 4：公司不同区域营收结构（百万元）



图表 5：公司经销商数量（家）

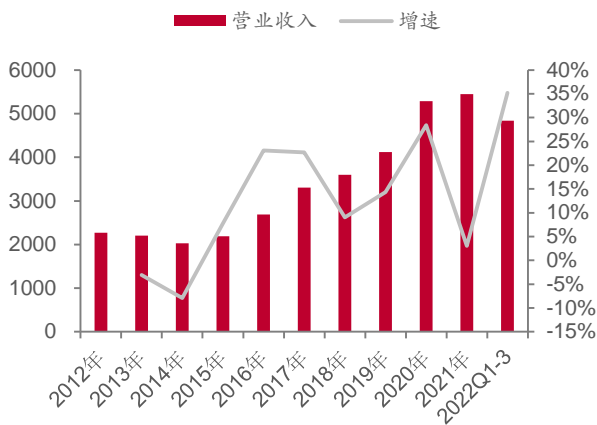


来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2015年以来，公司营业收入稳步抬升，近5年复合增长率为15.2%。2021年度营业收入54.5亿元，同比增长3.07%。2022前三季度营业收入48.36亿元，同比增长35.2%，为历史同期较高水平。近年公司毛利率受到周期性波动表现不佳，净利润逐年下滑。2021年度归母净利润-1.92亿元，同比下降151%。2022前三季度归母净利润-1.24亿元，同比下降231.88%。

图表6：公司营业收入及增速（百万元）



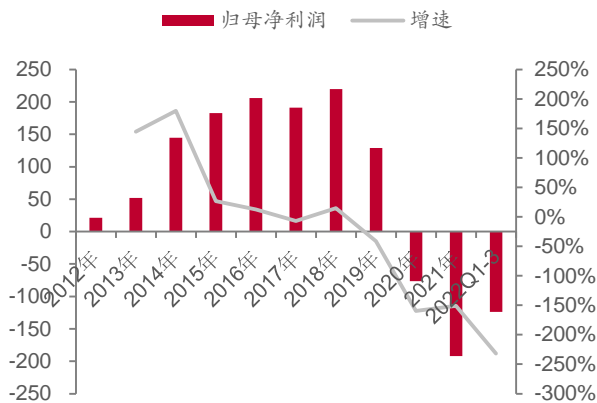
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表7：公司销售毛利率



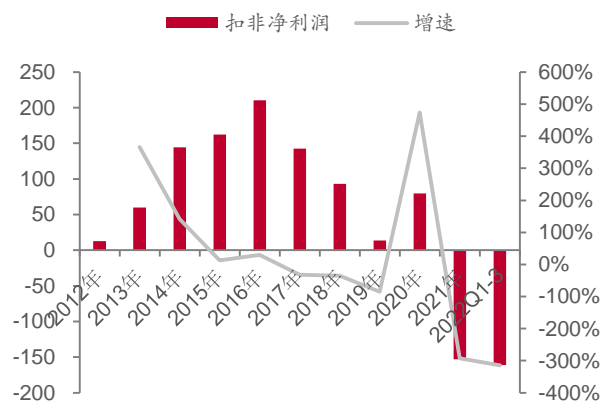
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表8：公司归母净利润及增速（百万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表9：公司扣非净利润及增速（百万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

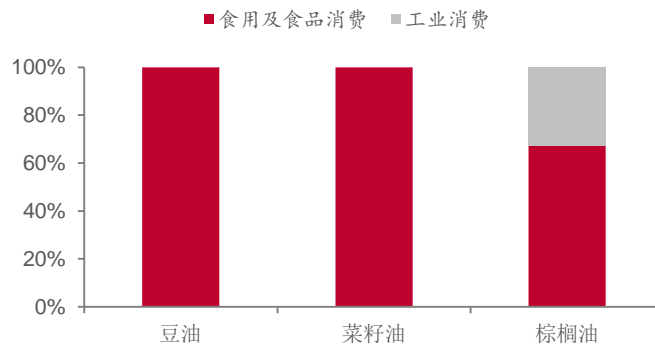
- 2020年度股东大会上，道道全董事长刘建军表示：未来五年公司包装油目标销量突破100万吨，力争市场占有率达到10%左右。小包装油100万吨是个门槛，突破100万吨就有很大的影响力。做不到头部企业，就有可能淘汰，道道全的策略是要争取做到行业头部，因此要加快全国布局。从工厂配置、品类完善、市场开拓等多个方面，争取做到基本覆盖全国市场。单品菜油这个细分行业不是第一也是第二。
- 我们认为，从产能、品牌、工艺、市场环境等多方面，公司已经具备了

成为行业翘楚的基础，有望实现百万吨的销售目标。

### 产能延伸构筑底层基础

- 有别于棕榈油，中国三大植物油消费中，豆油、菜籽油的消费集中在食用及食品消费，按包装形式主要分为小包装、中包装、散装油（中、小包装占比接近，散装占比很小），毛利率从高至低。
- 菜籽油细分赛道中，公司小包装油 40-45 万吨销售量，是国内菜籽油小包装领域的龙头之一。相对于金龙鱼与福临门，公司在中包装及散装油方面还相对薄弱：这是因为中包装市场高度依赖上游产能、销售半径及渠道建设，定价采用随行就市且品牌认知度低，毛利率水平低于小包装，下游倾向于就近采购，粮油市场的大部分经销商都是同时销售小包装与中包装。前期公司产能满负荷供应小包装且缺乏沿海发达地区布局，已无法满足未来公司的发展需求。在重点销区布局核心产能，有利于中、小包装的切换增加市场拓展的灵活性，并显著增加原料话语权，降低交易成本。

图表 10：2022 年国内三大油脂消费结构

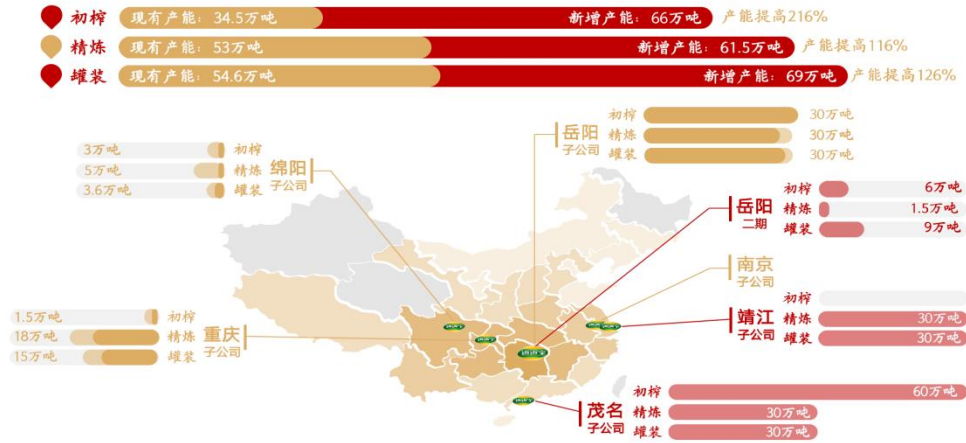


来源：USDA、中泰证券研究所

- 产能是实现公司百万吨规划的底层基础，利用资本市场募投，公司同步提升压榨、精炼、小包装产能，补足产能及辐射范围的不足。公司分别在岳阳、重庆、绵阳、茂名、靖江六地设立生产加工基地，其中岳阳二期、靖江工厂 2021 年达产，茂名工厂在 2022 年 7 月达产。新项目陆续达产后，公司压榨、精炼、小包装产能分别跃升至 100.5 万吨、114.5 万吨、117.6 万吨。其中茂名、靖江具备的独特区位优势，将是公司发力华南及华东市场的重要依托。
- 西北是公司布局全国的重点区域之一，在该区域积累良好口碑后，公司未来也会将产能延伸至此。2021 年 7 月公告显示，公司与陕西西安兴平市人民政府就投资建设 100 万吨/年食用油加工项目签订《项目投资合同书》，项目投资总额预计 15 亿元人民币，主要从事粮油生产销售。

图表 11：公司产能大幅提升，辐射全国





来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 12：公司产能情况

产能 (单位：万吨)	压榨	精炼	小包装
岳阳	30	30	30
岳阳二期	6	1.5	9
重庆	1.5	18	15
绵阳	3	5	3.6
靖江	-	30	30
茂名	60	30	30
合计	100.5	114.5	117.6

来源：公司公告、中泰证券研究所

注：按照一年工作 300 天计算

- 在原有国内压榨产能的基础上，掌控上游油料进口及压榨产能对于公司实现销量突破、产品多样性、获取产业链利润愈发重要，这在更为成熟的大豆压榨行业已十分普遍。
- 伴随公司压榨产能上线，公司利润构成可以拆分为压榨利润+包装油利润+副产品利润，其中包装油仍占据核心，压榨收益增加明显（收入端体现为粕类、散油、压榨副产品收入的增加），特别在原料下行以及养殖利润丰厚的情形下。

图表 13：公司盈利构成

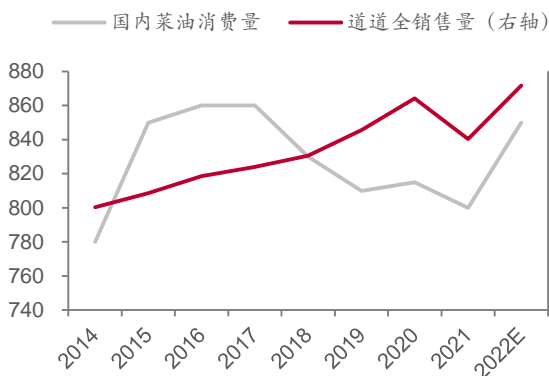


来源：中泰证券研究所

## 销售能力及品牌价值逐年提升

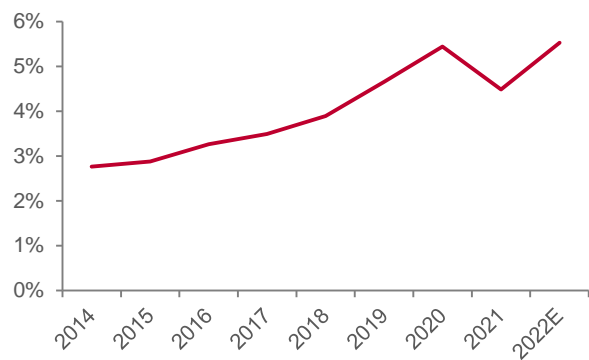
- 植物油市场低速增长、存量竞争的格局对公司是挑战，但消费者追求品牌化、健康化、差异化的趋势也为公司提供了发展机遇。每一轮行业洗牌都是大浪淘沙，头部公司扩张版图，沉淀优质公司的机遇。公司核心管理团队人员均从事食用植物油加工行业近 20 年，在行业业务至关重要的业务运营和管理领域拥有丰富的经验，2014 至 2021 年，相对于菜籽油国内消费量的“冲高回落”，公司销量整体呈现稳步提升态势，展现了公司深耕渠道，加大营销投入的积极效果。

图表 14：公司包装油销量与国内菜籽油销量(万吨)



来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 15：道道全市占率(包装油/国内菜籽油销量)



来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

- 相对于豆油、花生油、棕榈油稳定的市场格局，国内菜籽油市场仍处于群雄逐鹿的阶段，疫情带来的行业动荡将推动头部企业地位的稳固和提升。在中国粮食行业协会的评比中，公司多年上榜菜籽油加工企业 10 强。在 oilcn2022 年中国菜籽油十大推荐品牌中，公司位居前三。

图表 16：道道全连续多年获菜籽油加工企业 10 强



图表 17：2022 年中国菜籽油十大推荐品牌



来源：中国粮食行业协会、oilcn 油讯、中泰证券研究所

来源：oilcn 油讯、中泰证券研究所

- 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方商超、小区门店、粮油店等终端向消费者销售,公司向经销商的销售原则为先款后货,款到发货。根据公司确定的百万吨目标,经销商匹配数量将增至 2000 家,且保持每年严格的优胜劣汰。这一速度基本与销量增速保持一致。
- 2021 年末及 2022 年中,公司上线新品高油酸菜籽油与东方山茶油。两款高端新品市场反馈良好,供不应求,有望助力公司在华东及华南市场打开局面,同步提升公司综合毛利。公司预计 22/23 年度高油酸油菜基地种植面积增至 10 万亩,远超前一年的 3 万亩。

图表 18: 道道全高油酸菜籽油



来源：公司网站、中泰证券研究所

图表 19: 东方山茶油亮相



来源：公司网站、中泰证券研究所

### 绝对价格与相对价格对菜油消费皆友好

- 我们在《小包装单位盈利有望创历史新高》做出预判,菜籽油的价格将在未来 2-3 年呈现震荡下跌走势,在这一过程中小包装油的单位盈利将创历史新高,这是参与植物油板块的核心逻辑。商品价格上涨抑制消费,价格下跌刺激消费,绝对价格对小包装加工企业以及消费皆友好。

图表 20: 小包装油单位盈利 (元/吨)



图表 21: 菜籽油价格涨跌幅

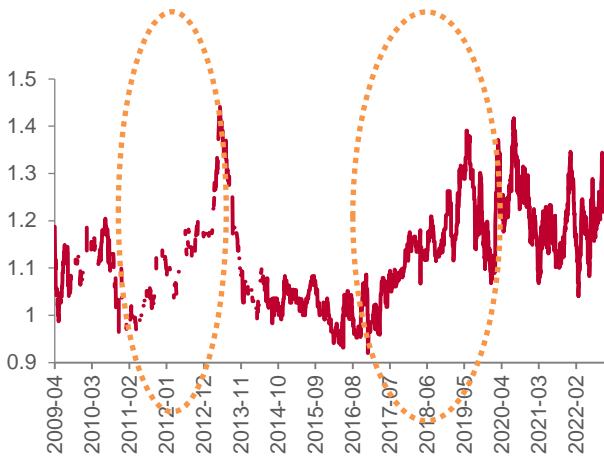
时间段	四级菜油出厂价	桶装菜籽油零售价
2007 年初—2008 年年中	117.1%	45.0%
2008 年中—2010 年年中	-58.8%	-15.4%
2010 年年中—2013 年年中	64.7%	23.7%
2013 年年中—2015 年年初	-47.5%	-4.4%
2020 年 4 月—2022 年中	109.0%	15.8%

来源：国家粮油信息中心、商务部、中泰证券研究所

来源：国家粮油信息中心、商务部、中泰证券研究所

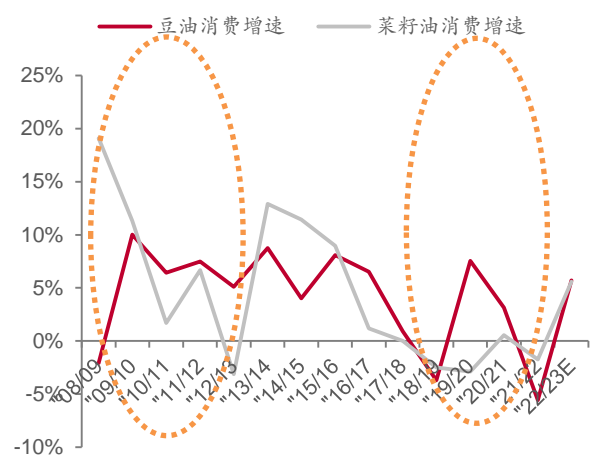
- 我们更新并强化《行业深度：替代价差修复将提振菜籽油消费》(下称《替代》)报告中提到的替代品消费增速差异、后疫情时代菜籽油贡献植物油主要增速的观点。美国农业部最新的预估数据也验证我们的判断，两者的消费增速将伴随两者价差的调整出现逆转。
- 由于菜籽油的绝对量较低，当它成为植物油消费主力的时候需要呈现更高的增速弹性。从历史经验看（从 2013 年下半年至 2015 年），当价差环境对菜籽油更友好时，其消费增速会提升至 10-15%。结合上文对公司销售能力及品牌的分析，我们认为公司不仅可以享受行业增速，也可以享受品牌优势带来的增速溢价。

图表 22：广东地区菜油与豆油现货价之比



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 23：菜油与豆油消费增速比较



来源：Wind、中泰证券研究所

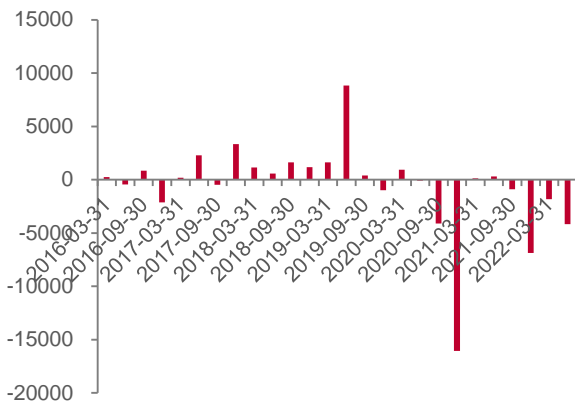
## 套保折损难避免 规范操作促成长

- 大宗商品的上下游行业，几乎每家公司都接受过原料或成品价格剧烈波动的洗涤。国内外油脂油料市场影响因素错综复杂，价格波动剧烈，运用国内外衍生品交易对原料进行套期保值管理是粮油企业必不可少的手段。在这一过程中出现错判、超预期等因素导致的短期折损并不少见。金龙鱼在其招股书中也曾提到因市场预期之外的因素影响，导致套期保值重大亏损，详见《替代》。
- 根据公司业务模式以及期货市场套期保值基本规则，我们判断公司期货工具主要运用在菜籽、大豆压榨业务的榨利锁定（海外点价、国内期货市场卖出）；包装油业务的原料采购买入套期保值（平仓或期转现了结）以及国内远期点价+盘面锁价；贸易业务的基差交易三大类。其中第一类占比最高，剩下两类占比较低。这几种做法也是国内外粮油企业惯用的方法。
- 公司 2020 年因对报告期内原材料市场单边上行的行情判断有所偏差导致套期保值平仓大幅亏损引发争论，随后另一家粮油巨头金龙鱼同因四季报套保损益引发市场关注。公司在回复深交所问询函中提到，2021 年度公司管理层加大对套期保值业务的风险管理，通过修订《期货套期保值内部控制制度》、扩充期货领导小组的成员、建立期货领导小组的业务会议制度等措施确保套

保业务内控制度的有效执行并控制套保业务的执行风险。

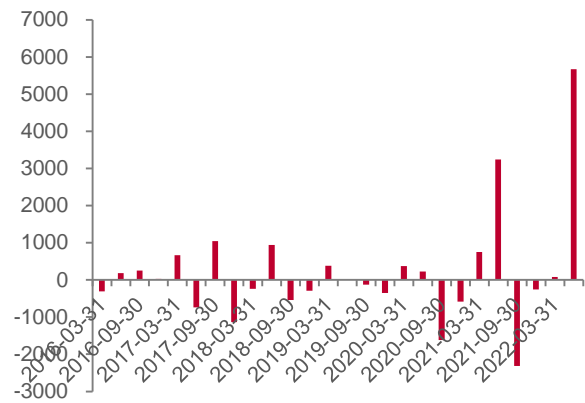
- 管理层表示,会加快优秀期货人才的引进并加强与头部期货经纪机构的合作,将风险管理与规模扩张放在同样重要的位置。
- 2021年4月2日,郑州商品交易所发布《关于调整指定菜籽油菜籽粕交割仓(厂)的公告》,明确增设道道全粮油股份有限公司重庆子公司为指定菜籽油交割厂库,自2021年6月1日起实施。本次重庆子公司被指定为菜籽油交割厂库,将进一步扩大公司在业内的知名度和影响力,提高公司的规范管理水平。同时有利于公司将现货市场、期货市场、交割仓库三者有机结合,进一步增强公司的抗风险能力和市场竞争力,提高公司的盈利水平。

图表 24: 道道全投资净收益 (万元)



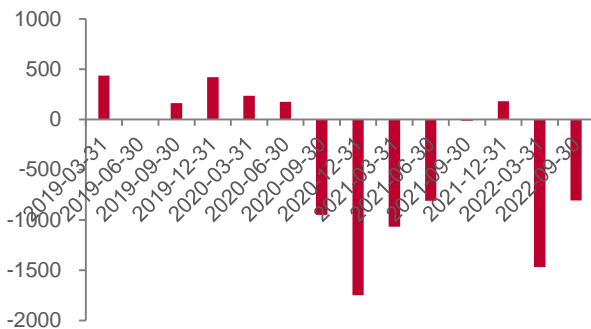
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 25: 道道全公允价值变动净收益 (万元)



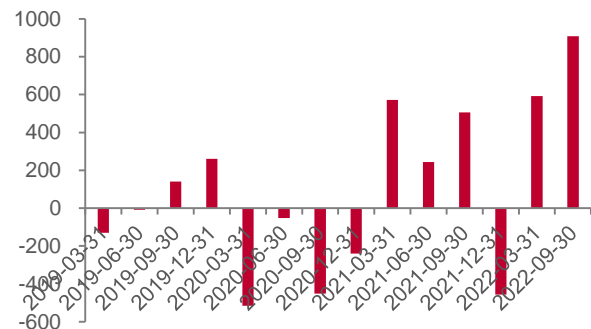
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 26: 金龙鱼投资净收益 (百万元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

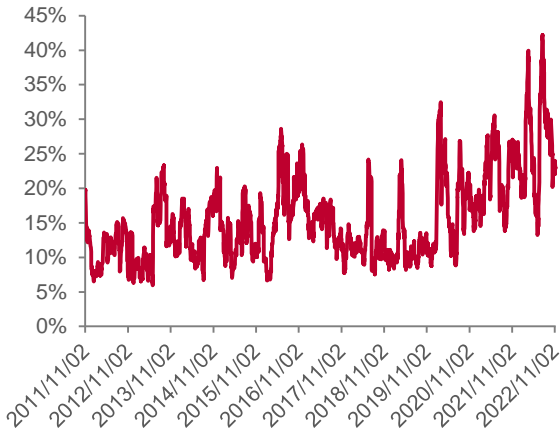
图表 27: 金龙鱼公允价值变动净收益 (百万元)



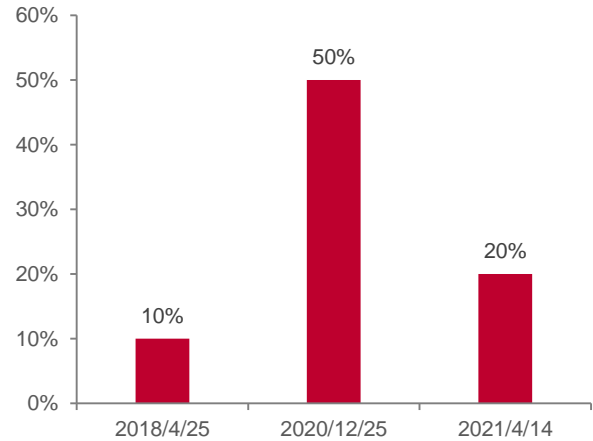
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 28: 国内菜籽油期货价格历史波动率

图表 29: 道道全套期保值保证金额度占审计净资产上限



来源：中泰证券研究所



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 长久看，国内农业企业希望在起起伏伏的原料或成品大幅波动中做强、做大、做久，套保业务必不可缺，全球四大粮商的发展与期货衍生品工具的熟练运用密不可分。公司近两年套保亏损是在特定的价格背景下出现的偶发事件，反而提供良好的投资机会。

## 盈利预测及估值分析

- 我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：
- **包装油业务：**目前公司正处于从区域性龙头向全国化推进的成长阶段，销售体量和市占率逐年提升，假设 2022 年、2023 年、2024 年包装油销量分别为 44.8/51.5/56.7 万吨，yoy+25%/15%/10%；价格方面，随着油脂油料市场供需结构的改善，菜籽油绝对价格和相对价格菜油消费及加工主体皆友好，预计公司单吨成本分别为 12480/10733/10089 元/吨，yoy+15%/-14%/-6%；由于下游包装油价格变化幅度滞后于，且小于原料价格变化幅度，因此我们预计公司 22-24 年销售均价分别为 12721/12456/12083 元/吨，yoy+15%/-2%/-3%。
- **散油及粕类业务：**近两年积极推进全产业链延伸，随着压榨产能开工率的提高，2023 年散油和粕类销售体量有望提升，预计 22-24 年散油和粕类营收占比分别为 29%/39%/39%。
- 另外，随着公司销售规模的扩大，预计营销费用及经销商数量均有增加，销售费用会略有上升，预计 22-24 年销售费用分别为 1.78/2.34/2.50 亿元，销售费用率分别为 2.2%/2.2%/2.2%。

图表 30：道道全业务拆分

合计	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	5287	5449	8116	10658	11375
yoy	28.4%	3.1%	48.9%	31.3%	6.7%
成本	4905	4910	7896	9584	10045
yoy	31.2%	0.1%	60.8%	21.4%	4.8%
毛利	382	539	220	1074	1330
毛利率	7.2%	9.9%	2.7%	10.1%	11.7%
包装油	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	446258	358526	448158	515381	566919
yoy	18.4%	-19.7%	25.0%	15.0%	10.0%
单价(元/吨)	9279	11053	12711	12456	12083
yoy	10.7%	19.1%	15.0%	-2.0%	-3.0%
单位成本(元/吨)	8473	10853	12480	10733	10089
yoy	13.7%	28.1%	15.0%	-14.0%	-6.0%
收入	4141	3963	5696	6420	6850
yoy	31.0%	-4.3%	43.8%	12.7%	6.7%
成本	3781	3891	5593	5532	5720
yoy	34.5%	2.9%	43.8%	-1.1%	3.4%
毛利	360	72	103	888	1130
毛利率	8.7%	1.8%	1.8%	13.8%	16.5%
收入占比	78.3%	72.7%	70.2%	60.2%	60.2%
粕类	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	685	974	1546	2782	2968
yoy	16.5%	42.2%	58.8%	79.9%	6.7%
成本	665	1019	1500	2698	2879
yoy	15.3%	53.3%	47.1%	79.9%	6.7%
毛利	19	-46	46	83	89
毛利率	2.8%	-4.7%	3.0%	3.0%	3.0%
收入占比	12.9%	17.9%	19.1%	26.1%	26.1%
散装油	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	429	459	814	1391	1484
yoy	26.6%	6.9%	77.3%	70.9%	6.7%
成本	447		773	1321	1410
yoy	33.2%			70.9%	6.7%
毛利	-18		41	70	74
毛利率	-4.2%		5.0%	5.0%	5.0%
收入占比	8.1%	8.4%	10.0%	13.1%	13.0%
其他业务	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入	33	54	60	66	72
yoy	9.8%	67.1%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	11		30	33	36
毛利	2124.0%		2988.2%	3287.0%	3615.7%
毛利率	50.0%		50.0%	50.0%	50.0%
收入占比	0.6%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%

来源: Wind、中泰证券研究所

- 公司处于从区域性龙头向全国化推进的成长阶段，销量和市占率逐年提升，近两年积极推进全产业链延伸，加速沿海、西部等区域产能布局，高端新品反响良好，为公司百万吨销量目标做好准备。未来两年，菜籽油绝对价格和相对价格对菜油消费及加工主体皆友好，我们预计本轮小包装油毛利率将创历史新高，公司有望获得市占、盈利双丰收。
- 我们选取五家食品加工企业——金龙鱼、安琪酵母、中粮科技、西王食品和京粮控股，作为可比公司，五家上市公司 22-24 年平均 PE 分别为 49.1/40.6/34.5 倍(西王食品和京粮控股无 2022-2024 年 Wind 一致预期)。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别为 -0.20/1.46/1.92 元，当前股价对应 PE 为 -71.7/9.8/7.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 31: 可比公司估值

公司名称	股价 (元/股)	EPS					PE				
		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
金龙鱼	43.8	1.1	0.8	0.8	1.2	1.5	39.6	57.4	53.8	37.0	29.6
安琪酵母	47.4	1.7	1.6	1.5	1.9	2.4	30.0	31.5	28.7	22.7	18.4
中粮科技	8.8	0.3	0.6	0.7	0.7	0.8	27.5	14.4	64.9	62.1	55.4
西王食品	4.9	0.3	0.2	-	-	-	16.9	28.9			
京粮控股	9.1	0.3	0.3	-	-	-	35.6	32.2			
<b>平均值</b>							<b>29.9</b>	<b>32.9</b>	<b>49.1</b>	<b>40.6</b>	<b>34.5</b>
<b>道道全</b>	<b>14.4</b>	<b>-0.3</b>	<b>-0.5</b>	<b>-0.20</b>	<b>1.46</b>	<b>1.92</b>	<b>-67.3</b>	<b>-26.8</b>	<b>-71.7</b>	<b>9.8</b>	<b>7.5</b>

源: Wind、中泰证券研究所

注: 股价取自 2022 年 12 月 8 日收盘价; 除道道全外, 其他公司数据来自 wind 一致预测。

## 风险提示

- **小包装销量不及预期:** 食用植物油行业竞争激烈, 如果公司不能有效推广自有品牌, 拓宽营销渠道, 在市场竞争加剧或需求不及预期时, 可能面临较大风险。
- **政策对小包装限价制约公司提价空间:** 植物油属于民生食品, 政府管控较强, 行业整体约束大, 调价周期长。如果面临原料价格大幅上涨阶段, 公司若无法对下游小包装油进行顺价, 可能对公司盈利产生较大影响。
- **原料价格波动风险:** 原材料成本是公司主营业务成本的主要组成部分。公司主要原材料为菜籽、菜籽毛油等, 其价格受全球供需、国家产业政策等影响较大。如果油脂油料价格出现大幅波动, 可能对公司盈利产生较大影响。
- **ST 风险:** 根据《深圳证券交易所股票上市规则(2022 年修订)》: 公司出现最近三个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值, 且最近一年审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性等情形时, 深交所对其股票交易实施其他风险警示, 被实施其他风险警示的, 在股票简称前冠以 ST 字样。道道全 2020 年和 2021 年年度归母净利润均为负值, 且 2022 年前三季度归母和扣非归母净利润也均为负值, 因此, 存在被实施其他风险警示的可能性。
- **研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**





**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。