

# 原料降价兑现，经营有望持续恢复

道道全 2022 年报及 2023 一季报点评

## 核心观点

- **公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。**2022 年全年实现营业收入 70.3 亿元，同比+29.0%；实现归母净利润-4.2 亿元，同比-117.7%；2023 年一季度实现营业收入 17.5 亿元，同比+41.3%；实现归母净利润 1.1 亿元，同比+300.3%。
- **高价原料压制去年业绩，一季度原料降价兑现。**2022 年，公司销售包装油 37.3 万吨，同比+3.9%，单价 12700 元/吨，同比+14.9%，单位成本 12737 元/吨，同比+17.4%，为应对油脂油料价格上涨，公司上调单价，但仍未能覆盖高价原料对利润的压制，进而包装油业务仍然出现较大亏损，但随着菜籽及菜油价格的持续下跌和公司高价原料库存的出清，公司一季度业绩已经明显改善，扣除公司非经常性损益 3730 万和资产减值损失 3288 万外，公司主业贡献利润达到 1.04 亿，盈利能力大幅提升。4 月 26 日，全国进口四级菜油现货价 8659 元/吨，较 2022 年底下跌 34.3%，今年菜系供应走阔已难以逆转，看好公司利润端的持续恢复。
- **费用投放加码，渠道布局拓宽，产能释放可期。**2022 年公司全资子公司茂名食用油加工项目建成投产，公司初榨、精炼、灌装产能均超 100 万吨，并初步完成全国布局。公司大力推展营销和渠道能力，以实现产能释放。2023 年一季度，公司销售费用增加 39.7%至 3715 万元，主要增加广宣费用；2022 年华东和非华中、西南区域经销商分别增加 34.3%、26.2%，继续加强非主战区的经销能力。此外，公司继续优化销售结构，2022 年包装油直销实现收入 5.5 亿，同比增长 39.2%，占比增加 1.7pct 至 11.7%；线上直销实现收入 2.97 亿，同比增长 40.6%，占比增加 0.9pct 至 6.3%。

## 盈利预测与投资建议

- 考虑原料毛油价格持续下跌，我们下调公司成本，同时上调公司压榨带来的粕类收入，预计 2023-2024 年公司实现归母净利润 3.28、3.87 亿（原预测 2.93、3.40 亿），同比分别增加 178.4%、18.0%，引入 2025 年业绩预期 4.55 亿，同比增加 17.8%，根据可比公司给予 23 年 19xPE，目标价 18.05 元，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 食品安全风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧的风险、消费与需求变化风险、套期保值风险等。

## 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,449	7,028	6,715	8,551	10,519
同比增长(%)	3.1%	29.0%	-4.5%	27.4%	23.0%
营业利润(百万元)	(251)	(532)	422	504	594
同比增长(%)	-433.5%	-111.6%	179.3%	19.6%	17.8%
归属母公司净利润(百万元)	(192)	(418)	328	387	455
同比增长(%)	-151.0%	-117.7%	178.4%	18.0%	17.8%
每股收益(元)	(0.56)	(1.22)	0.95	1.12	1.32
毛利率(%)	1.6%	-1.2%	11.9%	10.9%	10.3%
净利率(%)	-3.5%	-5.9%	4.9%	4.5%	4.3%
净资产收益率(%)	-9.1%	-19.1%	15.2%	15.4%	15.5%
市盈率	(26.3)	(12.1)	15.4	13.1	11.1
市净率	2.1	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2023年04月27日）	14.89 元
目标价格	18.05 元
52 周最高价/最低价	16.7/9.6 元
总股本/流通 A 股（万股）	34,397/27,691
A 股市值（百万元）	5,122
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2023 年 04 月 28 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-3	24.37	26.49	31.52
相对表现	0.03	24.97	31.11	29.14
沪深 300	-3.03	-0.6	-4.62	2.38



## 证券分析师

张斌梅 021-63325888\*6090  
zhangbinmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520020002  
香港证监会牌照：BND809

## 联系人

樊嘉敏 fanjiamin@orientsec.com.cn  
肖嘉颖 xiaojaying@orientsec.com.cn

## 相关报告

拐点已至，成长可期：道道全首次覆盖报 2023-02-20 告

## 投资建议

考虑原料毛油价格持续下跌，我们下调公司成本，同时上调公司压榨带来的粕类收入，预计 2023-2024 年公司实现归母净利润 3.28、3.87 亿（原预测 2.93、3.40 亿），同比分别增加 178.4%、18.0%，引入 2025 年业绩预期 4.55 亿，同比增加 17.8%，根据可比公司给予 23 年 19xPE，目标价 18.05 元，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS(元)					PE			
			2023/4/27	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
金龙鱼	300999	42.17	0.76	0.56	0.98	1.24	55.33	75.93	42.93	34.02	
南宁糖业	000911	10.10	-0.13	-1.14	0.46	0.62	-75.37	-8.83	21.86	16.17	
苏垦农发	601952	11.95	0.54	0.60	0.68	0.75	22.08	19.93	17.55	15.90	
中粮科技	000930	7.86	0.61	0.57	0.63	0.73	12.97	13.84	12.44	10.74	
中粮糖业	600737	8.42	0.24	0.35	0.52	0.45	34.66	24.22	16.26	18.67	
调整后平均							<b>23.00</b>	<b>19.00</b>	<b>19.00</b>	<b>17.00</b>	

数据来源：Wind，东方证券研究所，2021A-2024E 每股收益使用最新股本全面摊薄计算

## 风险提示

### 食品安全风险

如果公司一旦出现质量控制不到位而产生重大食品安全问题，将直接影响到公司生产经营和盈利能力，并损害公司的品牌声誉及行业口碑，从而在一段时间内影响公司的经营业绩。

### 原材料价格波动风险

菜籽原油、四级菜籽油是公司的主要原材料，供需、政策和国际市场的变化都可能影响菜籽原油、四级菜籽油的市场价格。菜籽原油、四级菜籽油的价格如果出现大幅波动，可能对公司盈利产生较大的影响。

### 市场竞争加剧的风险

食用植物油行业竞争会愈发激烈，公司如果不能有效推广自有品牌，拓宽营销渠道，在市场竞争加剧时可能会面临较大的风险。

### 消费与需求变化风险

公司以小包装菜籽油主要面向家庭消费，少部分供给餐饮渠道，若面临疫情管控等事件，或面临消费骤降的可能。

### 套期保值风险

公司会对部分原油和包装油库存等使用期货工具进行套期保值。当期货合约价格因突发事件或市场投机而异常波动时，公司存在期货交易的风险，甚至公司可能因无法及时补充保证金而强行平仓，造成实际损失。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	413	348	333	424	521	营业收入	5,449	7,028	6,715	8,551	10,519
应收票据、账款及款项融资	83	103	101	127	157	营业成本	5,361	7,114	5,918	7,618	9,436
预付账款	150	89	179	191	216	营业税金及附加	14	18	15	19	23
存货	858	1,472	1,420	1,702	2,186	销售费用	118	170	206	226	254
其他	270	332	322	395	474	管理费用及研发费用	90	115	106	135	166
<b>流动资产合计</b>	<b>1,773</b>	<b>2,344</b>	<b>2,355</b>	<b>2,838</b>	<b>3,555</b>	财务费用	30	98	47	50	40
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	49	31	36	16	24
固定资产	1,447	1,992	1,963	1,965	1,980	公允价值变动收益	14	(11)	12	(1)	4
在建工程	571	7	83	122	141	投资净收益	(74)	(23)	2	(3)	(7)
无形资产	156	339	331	323	315	其他	22	19	20	20	20
其他	175	178	146	146	146	<b>营业利润</b>	<b>(251)</b>	<b>(532)</b>	<b>422</b>	<b>504</b>	<b>594</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,349</b>	<b>2,517</b>	<b>2,523</b>	<b>2,556</b>	<b>2,582</b>	营业外收入	2	8	8	3	3
<b>资产总计</b>	<b>4,123</b>	<b>4,862</b>	<b>4,878</b>	<b>5,395</b>	<b>6,136</b>	营业外支出	(0)	1	1	1	1
短期借款	809	960	1,655	1,133	1,177	<b>利润总额</b>	<b>(248)</b>	<b>(525)</b>	<b>429</b>	<b>506</b>	<b>596</b>
应付票据及应付账款	456	1,062	326	734	946	所得税	(50)	(96)	91	107	126
其他	323	725	447	679	696	<b>净利润</b>	<b>(198)</b>	<b>(429)</b>	<b>338</b>	<b>399</b>	<b>469</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,588</b>	<b>2,747</b>	<b>2,427</b>	<b>2,546</b>	<b>2,818</b>	少数股东损益	(6)	(11)	10	12	14
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(192)</b>	<b>(418)</b>	<b>328</b>	<b>387</b>	<b>455</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.56	-1.22	0.95	1.12	1.32
其他	85	81	81	81	81						
<b>非流动负债合计</b>	<b>85</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,673</b>	<b>2,828</b>	<b>2,508</b>	<b>2,626</b>	<b>2,899</b>		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	56	45	55	67	81	成长能力					
实收资本(或股本)	359	359	344	344	344	营业收入	3.1%	29.0%	-4.5%	27.4%	23.0%
资本公积	1,562	1,572	1,587	1,587	1,587	营业利润	-433.5%	-111.6%	179.3%	19.6%	17.8%
留存收益	474	56	384	771	1,226	归属于母公司净利润	-151.0%	-117.7%	178.4%	18.0%	17.8%
其他	(1)	2	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,450</b>	<b>2,034</b>	<b>2,370</b>	<b>2,768</b>	<b>3,238</b>	毛利率	1.6%	-1.2%	11.9%	10.9%	10.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4,123</b>	<b>4,862</b>	<b>4,878</b>	<b>5,395</b>	<b>6,136</b>	净利率	-3.5%	-5.9%	4.9%	4.5%	4.3%
						ROE	-9.1%	-19.1%	15.2%	15.4%	15.5%
						ROIC	-6.0%	-11.3%	10.5%	11.0%	12.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	40.6%	58.2%	51.4%	48.7%	47.2%
净利润	(198)	(429)	338	399	469	净负债率	16.2%	30.1%	55.8%	25.6%	20.2%
折旧摊销	70	115	121	127	134	流动比率	1.12	0.85	0.97	1.12	1.26
财务费用	30	98	47	50	40	速动比率	0.55	0.31	0.36	0.42	0.46
投资损失	74	23	(2)	3	7	营运能力					
营运资金变动	78	341	(1,076)	232	(414)	应收账款周转率	64.4	72.3	61.2	69.8	68.9
其它	(142)	1,375	54	17	19	存货周转率	6.0	5.9	4.0	4.7	4.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>(87)</b>	<b>1,523</b>	<b>(518)</b>	<b>827</b>	<b>256</b>	总资产周转率	1.4	1.6	1.4	1.7	1.8
资本支出	(630)	(271)	(160)	(160)	(160)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	-0.56	-1.22	0.95	1.12	1.32
其他	(43)	(133)	15	(4)	(3)	每股经营现金流	-0.24	4.24	-1.51	2.40	0.74
<b>投资活动现金流</b>	<b>(673)</b>	<b>(405)</b>	<b>(145)</b>	<b>(164)</b>	<b>(163)</b>	每股净资产	6.96	5.78	6.73	7.85	9.18
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	790	10	(0)	0	0	市盈率	-26.3	-12.1	15.4	13.1	11.1
其他	(21)	(1,191)	648	(572)	4	市净率	2.1	2.5	2.2	1.9	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>769</b>	<b>(1,181)</b>	<b>648</b>	<b>(572)</b>	<b>4</b>	EV/EBITDA	-43.8	-20.7	11.2	9.7	8.6
汇率变动影响	0	5	-0	-0	-0	EV/EBIT	-30.0	-15.2	14.1	11.9	10.4
<b>现金净增加额</b>	<b>9</b>	<b>(59)</b>	<b>(16)</b>	<b>91</b>	<b>97</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

**每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：**

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。