

## 短期业绩承压, 长期打开成长空间

### 投资要点

- **业绩总结:** 2022年H1公司实现营业收入32亿元, 同比增长51.2%, 归母净利润为-3600.2万元, 同比减少128.8%, 扣非后归母净利润为-1.3亿元, 同比减少275.2%。单二季度实现营收19.6亿元, 同比增长140.3%, 环比增长58.8%, 归母净利润为1801.7万元, 同比减少58.6%, 环比增长133.4%。
- **点评:** 公司上半年经营出现同比下滑主要是受到原材料成本影响, 因俄乌战争、全球通胀、疫情反复等因素的影响, 原材料价格大幅上涨, 6月以来有所缓解, 但同比仍处于高位。公司针对部分商品进行调价, 但难以覆盖成本上涨, 报告期内包装油实现收入24.1亿元, 同比增加61%, 包装油成本24.7亿元, 同比增长88.2%, 毛利率为-2.6%, 去年同期为12.2%。粕类实现销售收入4.5亿元, 同比增长17%, 毛利率为4.4%, 增长11.35个百分点。从销售渠道看, 包装油经销收入占比89%, 毛利率为-3.1%, 同比减少16.5个百分点, 直销占比为11%, 毛利率为1.8%, 同比减少1.4个百分点。未来随原材料成本降低, 经营向好。
- **经营原材料成本回落, 公司盈利空间迎明显改善。**从油菜籽供应的角度来看, 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%, 2022年播种面积为2140万英亩, 且今年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。从三大植物油价格关联的角度考虑, 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《可再生资源指令(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。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, 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。
- **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, 营养成分丰富, 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, 根据美团2019年数据川湘菜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润变动趋势高度一致, 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。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年EPS分别为0.17元、0.84元、1.55元, 对应动态PE分别为87/18/10倍, 维持“买入”评级。
- **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。

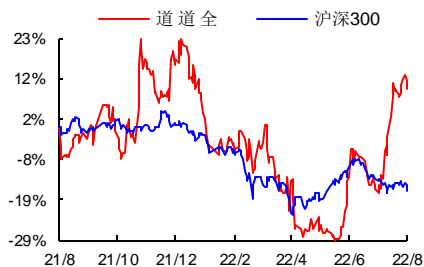
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5449.47	7159.27	8558.66	10515.98
增长率	3.07%	31.38%	19.55%	22.87%
归属母公司净利润(百万元)	-191.99	62.50	302.77	556.11
增长率	-350.96%	-67.45%	384.45%	83.68%
每股收益EPS(元)	-0.53	0.17	0.84	1.55
净资产收益率ROE	-8.08%	2.51%	10.85%	16.66%
PE	-28	87	18	10
PB	2.23	2.17	1.94	1.61

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)	54.57
总资产(亿元)	40.61
每股净资产(元)	6.47

### 相关研究

1. 道道全(002852): 走出周期, 拥抱成长 (2022-07-31)
2. 道道全(002852): 渠道去库存短暂无压, 轻装上阵弹性可期 (2021-08-26)

**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	7159.27	8558.66	10515.98	净利润	-198.05	63.02	305.98	563.82
营业成本	5360.90	6767.68	7702.98	9209.30	折旧与摊销	71.31	194.39	215.33	226.27
营业税金及附加	14.25	17.78	21.63	26.42	财务费用	30.46	64.12	49.16	33.08
销售费用	118.40	178.98	350.91	525.80	资产减值损失	-49.70	-10.00	-10.00	-10.00
管理费用	83.87	103.81	145.50	199.80	经营营运资本变动	78.47	-475.96	-176.14	-251.35
财务费用	30.46	64.12	49.16	33.08	其他	-19.82	-39.75	1.79	-0.77
资产减值损失	-49.70	-10.00	-10.00	-10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-87.33</b>	<b>-204.18</b>	<b>386.12</b>	<b>561.05</b>
投资收益	-73.66	20.00	5.00	5.00	资本支出	-567.96	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	14.29	11.00	7.00	7.00	其他	-105.28	34.53	-2.51	3.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-673.24</b>	<b>24.53</b>	<b>-12.51</b>	<b>-6.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>-251.24</b>	<b>67.90</b>	<b>310.49</b>	<b>543.58</b>	短期借款	48.07	187.95	-254.48	-423.61
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
<b>利润总额</b>	<b>-248.41</b>	<b>65.89</b>	<b>308.31</b>	<b>541.46</b>	股权融资	789.89	0.00	0.00	0.00
所得税	-50.36	2.87	2.33	-22.36	支付股利	-27.40	0.00	0.00	0.00
净利润	-198.05	63.02	305.98	563.82	其他	-41.81	-62.98	-49.16	-33.08
少数股东损益	-6.07	0.52	3.22	7.71	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>768.75</b>	<b>124.97</b>	<b>-303.64</b>	<b>-456.69</b>
归属母公司股东净利润	-191.99	62.50	302.77	556.11	<b>现金流量净额</b>	<b>8.56</b>	<b>-54.67</b>	<b>69.97</b>	<b>97.87</b>
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	357.96	427.93	525.80	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	299.86	436.01	507.38	603.69	销售收入增长率	3.07%	31.38%	19.55%	22.87%
存货	858.13	1141.88	1289.05	1550.09	营业利润增长率	-633.55%	-72.97%	357.26%	75.07%
其他流动资产	202.86	217.28	267.67	316.60	净利润增长率	-356.69%	-68.18%	385.53%	84.26%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-1273.27%	118.38%	76.15%	39.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2018.18	1851.68	1664.23	1465.84	毛利率	1.63%	5.47%	10.00%	12.43%
无形资产和开发支出	155.97	138.08	120.20	102.31	三费率	4.27%	4.85%	6.37%	7.21%
其他非流动资产	174.96	184.96	194.96	204.96	净利率	-3.63%	0.88%	3.58%	5.36%
<b>资产总计</b>	<b>4122.59</b>	<b>4327.85</b>	<b>4471.42</b>	<b>4769.30</b>	ROE	-8.08%	2.51%	10.85%	16.66%
短期借款	809.02	996.97	742.49	318.88	ROA	-4.80%	1.46%	6.84%	11.82%
应付和预收款项	472.43	611.98	692.74	828.20	ROIC	-6.59%	4.07%	10.76%	17.65%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	-2.74%	4.56%	6.72%	7.64%
其他负债	391.32	204.92	216.22	238.43	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1672.77</b>	<b>1813.87</b>	<b>1651.45</b>	<b>1385.51</b>	总资产周转率	1.44	1.69	1.95	2.28
股本	359.00	359.00	359.00	359.00	固定资产周转率	4.98	4.76	5.57	7.25
资本公积	1769.93	1769.93	1769.93	1769.93	应收账款周转率	64.42	76.23	73.20	73.37
留存收益	474.18	536.68	839.45	1395.56	存货周转率	5.99	6.53	6.19	6.35
归属母公司股东权益	2393.80	2457.44	2760.20	3316.31	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	56.55	59.76	67.47	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2449.83</b>	<b>2513.98</b>	<b>2819.97</b>	<b>3383.78</b>	资产负债率	40.58%	41.91%	36.93%	29.05%
负债和股东权益合计	4122.59	4327.85	4471.42	4769.30	带息债务/总负债	48.36%	54.96%	44.96%	23.02%
					流动比率	1.12	1.25	1.59	2.30
					速动比率	0.58	0.58	0.77	1.11
					股利支付率	-14.27%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.53	0.17	0.84	1.55
					每股净资产	6.82	7.00	7.86	9.43
					每股经营现金	-0.24	-0.57	1.08	1.56
					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	326.41	574.98	802.93					
PE	-28.42	87.31	18.02	9.81					
PB	2.23	2.17	1.94	1.61					
PS	1.00	0.76	0.64	0.52					
EV/EBITDA	-37.72	18.03	9.64	6.25					
股息率	0.50%	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，若您并非本公司签约客户，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
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@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	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn