

## 盈利空间有望改善, 产能扩张推进成长

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2022年前三季度实现营业收入48.4亿元, 同比增长35.2%, 实现归母净利-1.2亿元, 同比减少231.9%, 扣非后归母净利润为-1.6亿元, 同比减少314.8%。单三季度实现营业收入16.4亿元, 同比增长12%, 环比减少16.7%, 归母净利润为-8802.6万元, 同比减少183.4%, 环比减少588.6%, 扣非后归母净利润为-3413.6万元, 同比减少1443.4%。
- **点评:** 公司营收实现同比增长主要系包装油销量增长所致, 但茂名工厂7月投产, 进口菜籽采购时间为4、5月左右, 价格偏高, 6月后菜油、菜粕出现价格大幅回落, 高价原料对利润产生影响。根据加拿大统计局数据, 22年油菜籽产量将较2021年的1380万吨增加41.7%至1950万吨, 供应宽松, 未来四季度随加拿大新收割的菜籽到港, 毛利率有望进一步提高。前三季度公司销售费用为1.3亿元, 同比增长55.4%, 主要系广告投入增加所致, 单三季度为5717万元, 同比增长61.9%, 前三季度财务费用为4861.6万元, 同比增长119.4%, 主要系利息支出及汇兑损失所致, 单三季度财务费用为2535万元同比增长115%。前三季度投资收益为-4172.5万元, 同比减少754%, 系报告期末评价为非高度有效套保合约平仓亏损增加, 单三季度投资净收益对净利润的影响为-3488万元。
- **原材料价格有望回落, 公司盈利能力明显改善。** 油菜籽供应有望宽松, 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年度油菜籽供应同比下降37%, 2022年播种面积为2140万英亩, 且22年7月整体气候较为稳定, 加拿大整体生产情况较21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, 国家粮油信息中心分析师郑祖庭表示, 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, 棕榈油因对外贸易政策、库存压力等原因价格出现波动, 且长期来看《可再生能源指令(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。
- **公司投入品牌建设, 丰富产品矩阵, 未来成长性逐步体现。** 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, 根据美团2019年数据川湘菜于地方菜品类中占第一, 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变动趋势高度一致, 22年下半年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0.06元、0.84元、1.54元, 对应动态PE分别为169/13/7倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、下游需求不及预期等。

| 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  | 22.66   | 300.74   | 553.88   |
| 增长率           | -350.96% | -88.20% | 1227.32% | 84.17%   |
| 每股收益EPS(元)    | -0.53    | 0.06    | 0.84     | 1.54     |
| 净资产收益率ROE     | -8.08%   | 0.92%   | 10.94%   | 16.82%   |
| PE            | -20      | 169     | 13       | 7        |
| PB            | 1.56     | 1.55    | 1.38     | 1.14     |

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)     | 38.23      |
| 总资产(亿元)     | 40.61      |
| 每股净资产(元)    | 6.47       |

### 相关研究

1. 道道全(002852): 短期业绩承压, 长期打开成长空间 (2022-08-25)
2. 道道全(002852): 走出周期, 拥抱成长 (2022-07-31)

### 关键假设:

假设 1: 考虑到未来菜籽供应增加, 公司原材料成本降低, 且公司新增产能, 布局高端菜籽油产品, 预计 2022-2024 年公司包装油销量增速为 35%/22%/25%, 对应毛利率分别为 6%/12%/15%。

假设 2: 菜粕主要为菜籽油压榨生产的过程种所产生的产品, 在假设菜粕市场相对稳定价格不发生剧烈波动的情况下, 结合 22 年养殖板块价格景气度有所回升, 根据公司压榨业务发展情况, 预计 2022-2024 年公司菜粕业务销量增速为 30%/15%/20%, 对应毛利率分别为 3%/3%/3%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

**表: 分业务收入及毛利率**

| 单位: 百万元 |     | 2021A    | 2022E    | 2023E    | 2024E     |
|---------|-----|----------|----------|----------|-----------|
| 包装油     | 收入  | 3962.68  | 5349.62  | 6526.53  | 8158.17   |
|         | 增速  | -4.31%   | 35.00%   | 22.00%   | 25.00%    |
|         | 毛利率 | 1.81%    | 6.00%    | 12.00%   | 15.00%    |
| 菜粕      | 收入  | 973.52   | 1265.58  | 1455.41  | 1746.49   |
|         | 增速  | 42.20%   | 30.00%   | 15.00%   | 20.00%    |
|         | 毛利率 | -4.71%   | 3.00%    | 3.00%    | 3.00%     |
| 其他      | 收入  | 513.27   | 544.07   | 576.71   | 611.31    |
|         | 增速  | 11.16%   | 6.00%    | 6.00%    | 6.00%     |
|         | 毛利率 | 12.21%   | 6.00%    | 5.00%    | 5.00%     |
| 合计      | 收入  | 5,449.47 | 7,159.26 | 8,558.66 | 10,515.98 |
|         | 增速  | 3.07%    | 31.38%   | 19.55%   | 22.87%    |
|         | 毛利率 | 1.63%    | 4.72%    | 10.00%   | 12.43%    |

数据来源: Wind, 西南证券

**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        | 22.85          | 303.94         | 561.56         |
| 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          | 65.12          | 51.22          | 35.25          |
| 销售费用          | 118.40         | 178.98         | 350.91         | 525.80         | 资产减值损失           | -49.70         | 5.00           | -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          | 65.12          | 51.22          | 35.25          | 其他               | -19.82         | -28.75         | 1.79           | -0.77          |
| 资产减值损失        | -49.70         | 5.00           | -10.00         | -10.00         | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>-87.33</b>  | <b>-217.35</b> | <b>386.14</b>  | <b>560.96</b>  |
| 投资收益          | -73.66         | -45.00         | 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          | 50.00          | 7.00           | 7.00           | 其他               | -105.28        | 8.53           | -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>-1.47</b>   | <b>-12.51</b>  | <b>-6.50</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>-251.24</b> | <b>25.90</b>   | <b>308.43</b>  | <b>541.41</b>  | 短期借款             | 48.07          | 228.12         | -252.44        | -421.35        |
| 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>23.89</b>   | <b>306.25</b>  | <b>539.29</b>  | 股权融资             | 789.89         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | -50.36         | 1.04           | 2.31           | -22.27         | 支付股利             | -27.40         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 净利润           | -198.05        | 22.85          | 303.94         | 561.56         | 其他               | -41.81         | -63.98         | -51.22         | -35.25         |
| 少数股东损益        | -6.07          | 0.19           | 3.20           | 7.68           | <b>筹资活动现金流净额</b> | <b>768.75</b>  | <b>164.14</b>  | <b>-303.66</b> | <b>-456.60</b> |
| 归属母公司股东净利润    | -191.99        | 22.66          | 300.74         | 553.88         | <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%       | -89.69%        | 1090.98%       | 75.54%         |
| 其他流动资产        | 202.86         | 217.28         | 267.67         | 316.60         | 净利润增长率           | -356.69%       | -88.46%        | 1230.29%       | 84.76%         |
| 长期股权投资        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA 增长率       | -1273.27%      | 90.94%         | 101.46%        | 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%          | 4.86%          | 6.40%          | 7.24%          |
| 其他非流动资产       | 174.96         | 184.96         | 194.96         | 204.96         | 净利率              | -3.63%         | 0.32%          | 3.55%          | 5.34%          |
| <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%         | 0.92%          | 10.94%         | 16.82%         |
| 短期借款          | 809.02         | 1037.14        | 784.70         | 363.35         | ROA              | -4.80%         | 0.53%          | 6.80%          | 11.77%         |
| 应付和预收款项       | 472.43         | 611.98         | 692.74         | 828.20         | ROIC             | -6.59%         | 2.81%          | 10.76%         | 17.65%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入      | -2.74%         | 3.99%          | 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>1854.04</b> | <b>1693.67</b> | <b>1429.99</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         | 496.84         | 797.59         | 1351.47        | 存货周转率            | 5.99           | 6.53           | 6.19           | 6.35           |
| 归属母公司股东权益     | 2393.80        | 2417.60        | 2718.34        | 3272.23        | 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          | 56.21          | 59.41          | 67.08          | <b>资本结构</b>      |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>2449.83</b> | <b>2473.81</b> | <b>2777.75</b> | <b>3339.31</b> | 资产负债率            | 40.58%         | 42.84%         | 37.88%         | 29.98%         |
| 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%         | 55.94%         | 46.33%         | 25.41%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率             | 1.12           | 1.22           | 1.55           | 2.23           |
|               |                |                |                |                | 速动比率             | 0.58           | 0.57           | 0.75           | 1.07           |
|               |                |                |                |                | 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          | 0.06           | 0.84           | 1.54           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产            | 6.82           | 6.89           | 7.74           | 9.30           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金           | -0.24          | -0.61          | 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        | 285.41         | 574.98         | 802.93         |                  |                |                |                |                |
| PE            | -19.91         | 168.74         | 12.71          | 6.90           |                  |                |                |                |                |
| PB            | 1.56           | 1.55           | 1.38           | 1.14           |                  |                |                |                |                |
| PS            | 0.70           | 0.53           | 0.45           | 0.36           |                  |                |                |                |                |
| EV/EBITDA     | -26.79         | 15.03          | 6.88           | 4.27           |                  |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.72%          | 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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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   |
|     | 薛世宇  | 销售经理        | 18502146429  | 18502146429       | xsy@swsc.com.cn      |
|     | 高宇乐  | 销售经理        | 13263312271  | 13263312271       | gylyf@swsc.com.cn    |
|     | 汪艺   | 销售经理        | 13127920536  | 13127920536       | wywf@swsc.com.cn     |
|     | 岑宇婷  | 销售经理        | 18616243268  | 18616243268       | cyryf@swsc.com.cn    |
|     | 陈阳阳  | 销售经理        | 17863111858  | 17863111858       | cyyf@swsc.com.cn     |
| 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | 18957157330  | zymyf@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    |
|     | 王一菲  | 销售经理        | 18040060359  | 18040060359       | wyf@swsc.com.cn      |
|     | 王宇飞  | 销售经理        | 18500981866  | 18500981866       | wangyuf@swsc.com.cn  |
|     | 巢语欢  | 销售经理        | 13667084989  | 13667084989       | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深  | 郑龔   | 广深销售负责人     | 18825189744  | 18825189744       | zhengyan@swsc.com.cn |
|     | 杨新意  | 销售经理        | 17628609919  | 17628609919       | yxy@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    |
|     | 龚之涵  | 销售经理        | 15808001926  | 15808001926       | gongzh@swsc.com.cn   |