

拐点已至，成长可期

道道全首次覆盖报告

核心观点

- **包装菜籽油代表品牌。**公司主营包装菜籽油，已经实现了对不同消费层次和渠道的全方位覆盖，成为华中、西南、西北、华东区域食用油消费的主要品牌之一。
- **看市场：消费升级，潜力巨大。**2021年我国油菜籽产量达到1471.35万吨，同比+4.7%。菜油是“辣”菜风味的核心，较强的调味属性带来了相对稳定的消费区域和群体，长江流域油菜籽产量相比全国增幅显著。此外，菜油在“供”和“需”方面均有广阔前景。**1) 供：**我国油菜种植与水稻区域重合、交替轮作，长江流域有6400万亩以上冬闲田可种植油菜，扩种潜力巨大，是保证国家油籽安全重要抓手；**2) 需：**食用油正在从必需品向健康饮食转变，在所有食用油中，菜油的油酸含量最高，营养比例更合理。10年维度看，菜籽油在食用植物油中的占比有望提高6pct。
- **看周期：供给恢复，近强远弱。**22/23年度全球油菜籽预计产量8507.6万吨，同比增长15.0%，库消比增加1.8pct至7.5%，新作增产1107.1万吨中，加拿大增产524.3万吨，是增产的主力。由于加菜籽上产季减产严重，致国内进口量偏低，1-10月进口菜籽、菜籽油累计分别93.9、79.7万吨，同比减少55.8%、56.4%，但随着新作加菜籽收获，11-12月菜籽累计进口量同比增长96.2%，同时带动油厂菜籽库存水平上升，2月第3周库存32.8万吨，同比增长61.6%，供应改善将有效化解高价菜籽带来的油厂成本压力，2月至今菜油出厂均价已下降10%左右。
- **看成长：区域扩张，品类拓宽。**随着茂名项目投产，公司目前已经具备约100.5万吨初榨产能、114.5万吨精炼产能、116.4万吨灌装产能。上半年，公司实现销量19.65万吨，同比增长42.11%。公司翻倍产能已成，远期销量目标确立，在菜籽油小包装趋势下，多举措并施推广产品：**1) 扩区域：**华中、西南是公司销售的主战场，21年收入占比分别44%、24%，公司先后在茂名、陕西布局，拓展版图至华南、西北。**2) 优渠道：**上半年，公司经销商数量同比增长16.9%至1308家，其中华东、华南等区域增速领先；公司也通过增设营销和电商公司加大直销力度，21年直销比例提升至10%以上。**3) 拓品类：**公司岳阳项目二期定位高油酸健康产品，以高油酸菜油和茶油两大类产品为核心，顺应消费趋势，市场潜力巨大。

盈利预测与投资建议

- 随着菜籽及毛油成本下行，预计2023年公司业绩有望充分修复，后续跟随销量提升实现稳健增长，预计2022-2024年公司归母净利润分别为-3.73、2.93、3.40亿元，同比分别-94.3%、+178.5%、+16.1%，参考农副食品加工工业可比公司的估值水平，给予2023年18xPE，目标价14.76元，首次覆盖给予“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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5,287	5,449	6,419	6,706	7,691
同比增长(%)	28.4%	3.1%	17.8%	4.5%	14.7%
营业利润(百万元)	(47)	(251)	(509)	393	457
同比增长(%)	-127.7%	-433.5%	-102.6%	177.2%	16.2%
归属母公司净利润(百万元)	(76)	(192)	(373)	293	340
同比增长(%)	-159.4%	-151.0%	-94.3%	178.5%	16.1%
每股收益(元)	(0.21)	(0.53)	(1.04)	0.82	0.95
毛利率(%)	7.2%	1.6%	-2.9%	11.0%	11.2%
净利率(%)	-1.4%	-3.5%	-5.8%	4.4%	4.4%
净资产收益率(%)	-4.0%	-9.1%	-16.1%	12.3%	12.6%
市盈率	(57.1)	(22.7)	(11.7)	14.9	12.8
市净率	2.4	1.8	2.0	1.7	1.5

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。

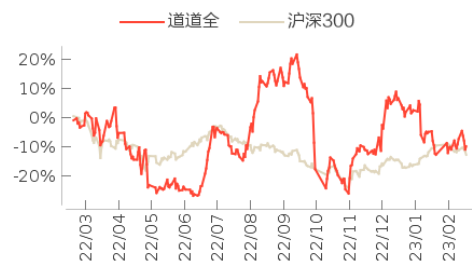
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (首次)

股价(2023年02月17日)	12.16元
目标价格	14.76元
52周最高价/最低价	16.7/9.6元
总股本/流通A股(万股)	35,900/29,194
A股市值(百万元)	4,365
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2023年02月20日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.81	-2.01	1.65	-9.94
相对表现	-1.06	0.47	-4	2.91
沪深300	-1.75	-2.48	5.65	-12.85



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 xiaojiaying@orientsec.com.cn

目录

道道全：包装菜籽油代表企业	5
看市场：消费升级，潜力巨大	6
双重属性，主导需求变化	6
国产稳增，进口依赖较高	8
供需两旺，菜油前景广阔	10
产业迭代，包装化进行时	11
看周期：供给恢复，近强远弱	12
缺口定价，内外联动明显	12
增产落地，供应逐步修复	13
看成长：区域扩张，品类拓宽	14
扩区域，由点及面布局全国	14
优渠道，做大经销提升直销	15
拓品类，高端产品前景可期	17
盈利预测与投资建议	18
盈利预测	18
投资建议	19
风险提示	19

图表目录

图 1: 公司主要品牌与产品.....	5
图 2: 2015 年以来公司营收持续增长.....	6
图 3: 包装油是公司的主要收入来源 (2022H).....	6
图 4: 公司近年来盈利能力承压.....	6
图 5: 包装油盈利能力是影响公司盈利的主要因素.....	6
图 6: 各种食用油在调味属性和粮食属性中的位置.....	7
图 7: 国内三大油种现货价对比.....	7
图 8: 国内三大油种的消费占比变化.....	7
图 9: 我国植物油消费结构 (22/23E).....	8
图 10: 国产油籽榨油产量占比 (22/23E).....	8
图 11: 油菜种植面积较过去回落, 单产稳步上升.....	8
图 12: 油菜籽产量稳中有升.....	8
图 13: 中国菜籽产量分布.....	9
图 14: 菜籽主产省份产量变化情况.....	9
图 15: 国内菜籽油生产与消费存在缺口.....	9
图 16: 22/23 年度预计菜籽油进口依赖度超 3 成.....	9
图 17: 油菜和水稻种植日历表.....	10
图 18: 常见油脂中脂肪酸组成图.....	11
图 19: 2019 年湖南地区种植面积较大且当地有中型榨油厂的县 (市) 菜籽销售去向.....	11
图 20: 进口菜籽压榨利润通常较高.....	12
图 21: 国内菜籽油价格与进口菜籽油价格趋同.....	12
图 22: 全球油菜籽产量结构 (22/23).....	12
图 23: 全球油菜籽出口结构 (22/23).....	12
图 24: 22/23 年度全球油菜籽预计产量 8507.6 万吨, 同比增长 15.0%.....	13
图 25: 22/23 年度油菜籽主产国增产预期.....	13
图 26: 22/23 年度加拿大油菜籽预计单产上升 62.1%.....	13
图 27: 加拿大 NDVI 好于去年.....	13
图 28: 菜籽当月进口情况.....	14
图 29: 菜籽油当月进口情况.....	14
图 30: 油厂菜籽库存情况.....	14
图 31: 公司各子公司产能布局情况.....	15
图 32: 2022 上半年公司销量实现较快增长.....	15
图 33: 公司收入按地区结构变化情况.....	15
图 34: 公司各区域产能布局情况 (22Q3).....	15

图 35: 公司包装油销售以经销为主 (2022H)	16
图 36: 公司经销商数量持续增加	16
图 37: 公司包装油直销比例不断扩大	16
图 38: 包装油线上直销收入增速较快	16
图 39: 主要粮油上市公司广宣费用占收入情况	17
图 40: 道道全作为《向往的生活》指定用油	17
图 41: 2022 年菜籽油十大品牌榜中榜	17
图 42: 2022 年公司高油酸油菜扩种至 10 万亩	18
图 43: 东方山茶油在 CCTV-13《东方时空》栏目发布国风广告片	18
表 1: 油料与油菜籽种植面积与产量展望	10
表 2: 可比公司估值表	19
表 3: 公司包装油单位成本和销量对 2023 年归母净利润变化敏感性分析	20

道道全：包装菜籽油代表企业

包装菜籽油代表企业。道道全粮油股份有限公司前身为成立于 1999 年 7 月 28 日的湖南兴祥油脂有限公司，公司自成立以来一直以菜籽油系列包装油产品为经营核心，是食用植物油菜籽油细分品类的代表性品牌企业，公司产品包装食用植物油共分压榨油、风味油、纯正油、调和油、礼品油和餐饮油等系列，公司大力推广“道道全”包装菜籽油系列产品，旗下还拥有“菜子王”、“金菜王”、“海神”、“东方山”等食用油知名品牌，实现了对不同消费层次、不同渠道的全方位覆盖。“道道全”系列品牌食用油已经取得一定市场认可度和品牌美誉度，成为华中、西南、西北、华东区域食用植物油消费的主要品牌之一。

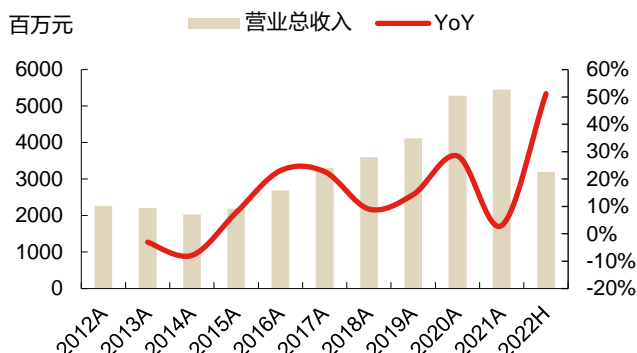
图 1：公司主要品牌与产品



数据来源：公司官网，东方证券研究所

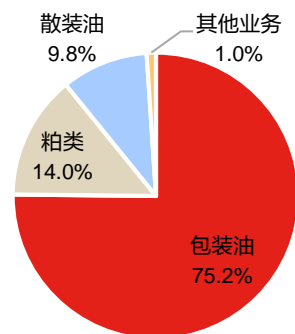
营收规模持续增长，包装油是主要收入来源。2015 年以来，公司营收持续增长，2022 年上半年，公司实现收入 32 亿元，同比增长 51.2%。公司采购油料或油脂作为生产原料，经压榨、精炼后灌装销售，包装油是公司主要的收入来源，上半年收入占比达到 75.2%；榨油副产品粕类占比达到 14.0%；散装油主要是公司采购之后直接销售的贸易油，收入占比约 9.8%。

图 2：2015 年以来公司营收持续增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

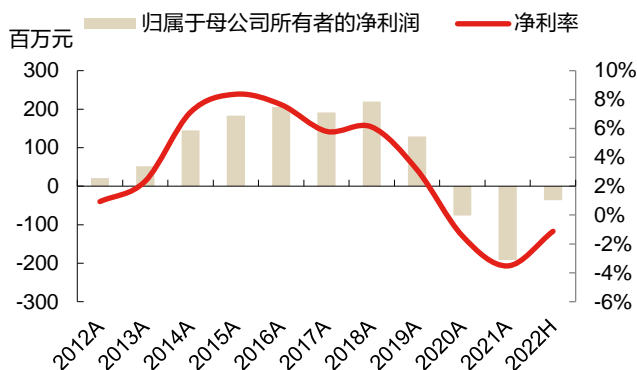
图 3：包装油是公司的主要收入来源（2022H）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

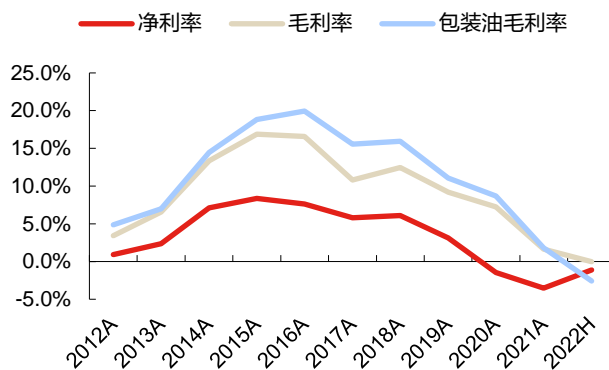
盈利能力跟随包装油毛利波动。公司近年来利润持续下滑，2022 上半年实现归母净利润-3600 万元，同比减少 128.78%。由于散油、粕类的成本价格变化较大，历史年度出现过毛利负贡献，包装油是公司利润的主要来源，公司的净利率、毛利率与包装油毛利率的变动趋势基本一致，受到原料价格上涨影响，公司近年来包装油毛利率持续下滑，导致公司盈利能力承压。

图 4：公司近年来盈利能力承压



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：包装油盈利能力是影响公司盈利的主要因素



数据来源：公司公告，东方证券研究所

看市场：消费升级，潜力巨大

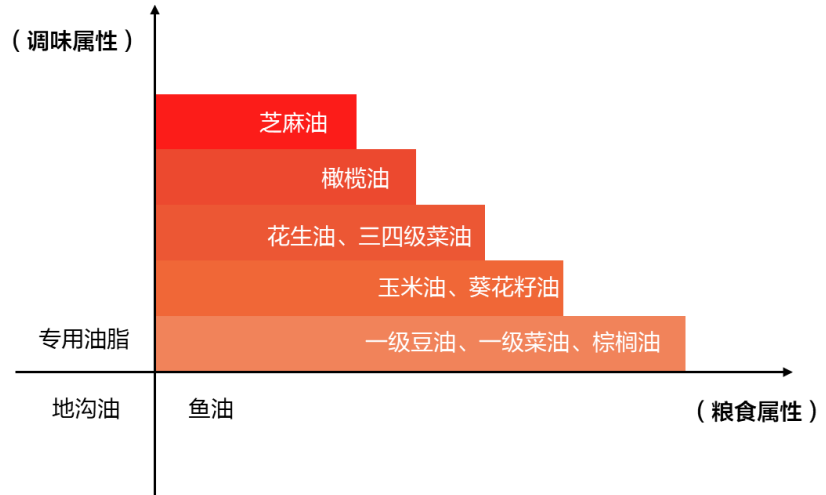
双重属性，主导需求变化

食用油与其他大部分农产品需求的收入弹性较低不同，食用油的需求具备 2 大属性：**粮食属性与调味属性。**

- **粮食属性：**食用油不仅是居民一日三餐都必需的生活必需品，也是餐饮企业主要的原材料，如同粮食一样，对于低收入人群与关注成本的餐饮企业来说，对食用油的价格非常敏感，这是食用油的基本属性。
- **调味属性：**食用油种类繁多，不同原料压榨出的植物油其风味或营养并不相同，因此食用油还有调味品的属性。

两大属性组合，满足不同消费需求层次。食用油的粮食属性决定了价格偏好，调味品属性决定了质量和品牌偏好，两者的组合，才能有效满足市场中不同的消费者需求层次。一方面，食用油的 2 大属性是动态变化的，随着收入水平的提高，消费升级会带动食用油需求向调味属性偏移；另一方面，食用油的 2 大属性在不同品种中的权重不同，如芝麻油的调味属性较高，粮食属性较低；豆油的粮食属性较高，调味属性较低

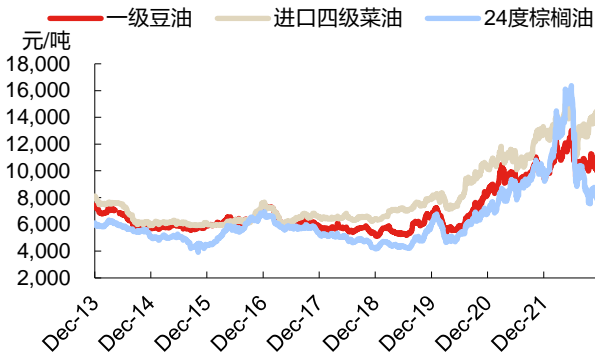
图 6：各种食用油在调味属性和粮食属性中的位置



数据来源：《金龙鱼背后的粮油帝国》，东方证券研究所

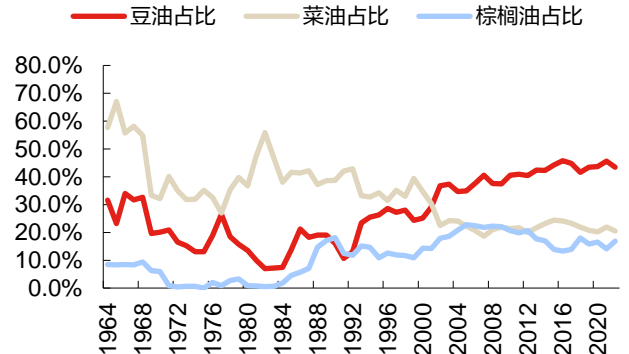
过去 20 年间，粮食属性主导了植物油消费变化。2001 年以前，菜籽油是国内植物油消费的第一油种，占比超过 30%，但在进口油籽的冲击之下，豆油、棕榈油在比价关系中中长期位于优势低位，冲击了菜籽油的消费增长速度，棕榈油占比提升、豆油占比持续增加，植物油的粮食属性主导了油脂消费变化。

图 7：国内三大油种现货价对比



数据来源：汇易网，东方证券研究所

图 8：国内三大油种的消费占比变化



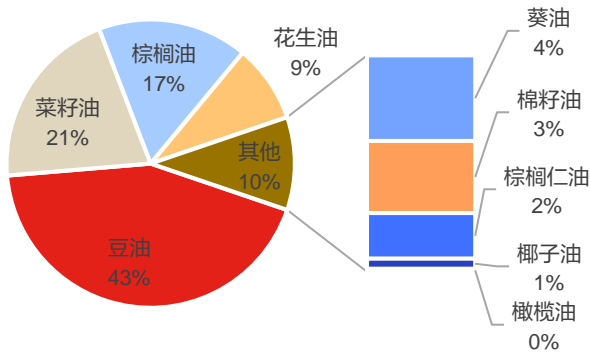
数据来源：USDA，东方证券研究所

两大属性不可偏废，交替影响需求变化。我们认为，未来消费趋势一方面来自于居民消费升级带来的食用油消费“质”的提升，也来自于餐饮业扩张带动的“量”的增长，因此食用油消费的粮食属性虽然在居民消费中的权重可能下降，但是在餐饮消费中的权重依然尤为重要，因此两大属性不可偏废，交替影响需求变化。

国产稳增，进口依赖较高

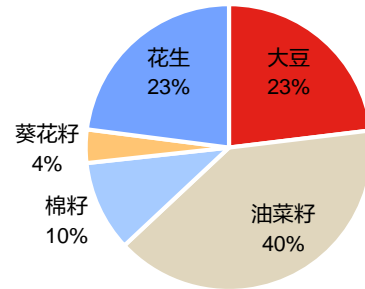
我国使用油菜和食用菜籽油由来已久，是我国第二大植物油种。据 USDA，22/23 年度我国植物油消费量约为 4095.7 万吨，其中豆油、菜籽油、棕榈油为主要油种，占比分别达到 43%、21%、17%。我国食用菜籽油由来已久，其历史可追溯至元代甚至更早的隋唐时期以前，菜籽油虽然在国内消费量仅位列第二位，但按国产压榨植物油测算，菜籽占比达到 40%，位列第一。

图 9：我国植物油消费结构（22/23E）



数据来源：USDA，东方证券研究所

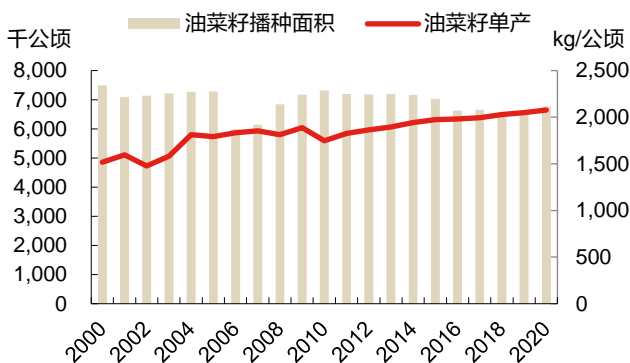
图 10：国产油籽榨油产量占比（22/23E）



数据来源：USDA，东方证券研究所测算

2015 年临时收储政策取消叠加近年来进口菜籽油价格冲击，国产油菜种植出现了明显的减种，据国家统计局，2020 年我国油菜籽播种面积 676.5 万公顷（合 1 亿亩），与 2000 年相比减少 9.7%，但依靠单产的持续提升，我国油菜籽产量稳定在较高水平，2021 年我国油菜籽产量达到 1471.35 万吨，同比增长 4.7%，2001-2021 年复合增速 2.6%。

图 11：油菜种植面积较过去回落，单产稳步上升



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 12：油菜籽产量稳中有升



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

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。

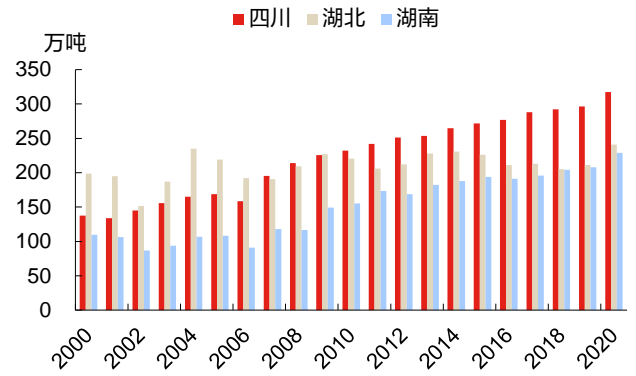
调味属性决定国内油菜籽的种植高度集中在传统消费地区。长江流域是我国主要的油菜籽产区，而在全中国油菜籽产量增速放缓的背景下，四川、湖南等省份产量依然保持着较快增速。以“辣”著称的省份，对浓香型小榨菜籽油青睐有加，支撑了长江流域油菜籽产量持续增加。

图 13: 中国菜籽产量分布



数据来源: USDA, 东方证券研究所

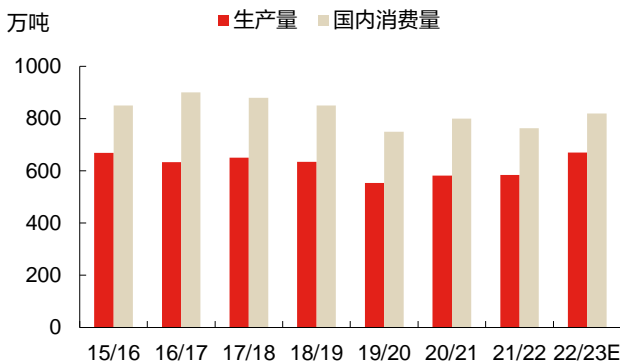
图 14: 菜籽主产省份产量变化情况



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

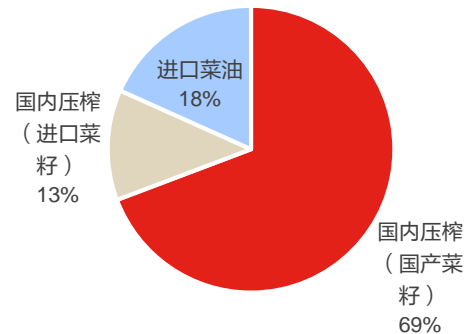
粮食属性决定国内菜籽的进口占据一定份额。由于进口菜籽与菜油的成本竞争力较强，国内菜系的供应格局中进口占据一定份额。近年来，我国菜籽油的消费量平均在 800-850 万吨左右，按照 39% 的出油率计算，需要菜籽的供应量超过 2000 万吨，从而国内的菜籽进口依赖度约 30-40%。根据国家粮油中心，22/23 年度预计我国菜籽油新增供应量 820 万吨，其中进口菜籽油 150 万吨、国内压榨产量 670 万吨，在国内压榨需菜籽 1836 万吨中，国产菜籽 1556 万吨、进口菜籽 280 万吨，进口依赖度 30.8%。

图 15: 国内菜籽油生产与消费存在缺口



数据来源: 国家粮油信息中心, 东方证券研究所

图 16: 22/23 年度预计菜籽油进口依赖度超 3 成



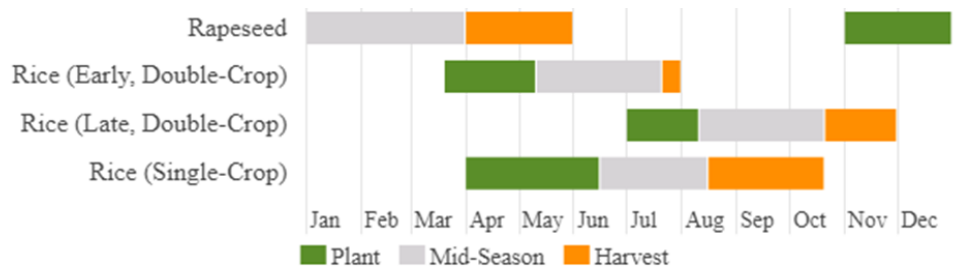
数据来源: 国家粮油信息中心, 东方证券研究所

供需两旺，菜油前景广阔

供需两旺，国内油菜空间广阔。在食用油消费平稳增长的背景下，国内食用油依然面临着诸多结构性问题。一方面，食用油的进口依赖度较高，我国主要食用油油籽大豆的进口依赖度近 80%，更容易受到国际贸易和价格风险影响；另一方面，随着收入水平和健康意识的提高，消费者对健康、安全、高品质食用油需求逐年上升。而菜籽油作为国产第一大食用油在上述 2 大方面均具备优势。

- **供：油菜扩种任务落地，长江冬闲田激发产能潜力。**我国的油菜种植分为冬油菜和春油菜 2 大产区，其中冬油菜主要分部在长江流域和云贵地区，占比约超 90%。由于冬油菜一般在 10 月播种，4、5 月收获，秋后水稻收割后恰好可以种植油菜。

图 17：油菜和水稻种植日历表



数据来源：USDA，东方证券研究所

种植油菜不仅不与粮食争地，而且可以充分利用长江流域的水稻冬闲田，增加经济效益，实现产能扩张。据测算，长江流域尚有 1 亿亩以上的冬闲田，其中有 6400 万亩以上可种植油菜，油菜扩种潜力巨大。今年中央一号文件明确提出，我国将大力实施大豆和油料产能提升工程，为提高油料产能和自给率，今年中央每亩补贴 150 元，开发冬闲田里推广水稻与冬油菜轮作模式。供应中枢的增加有望降低国内菜籽油进口依赖度高的现象，有助于稳定国内菜籽油价格，提升性价比优势。

根据中国农业展望（2022-2031），随着南方冬闲田等闲置农地的充分使用和间作套种等农技水平的提高，预计未来 10 年油菜籽种植面积有望达到 1.3 亿亩，年复合增速 2.5%；产量达到 2170 万吨，年复合增速 4.5%。

表 1：油料与油菜籽种植面积与产量展望

年份	2026	2031			
指标	产量 (万吨)	种植面积 (万亩)	年均增长	产量 (万吨)	年均增长
油料	4086	22593	+1.4%	4478	2.3%
油菜籽	—	13021	+2.5%	2170	4.5%

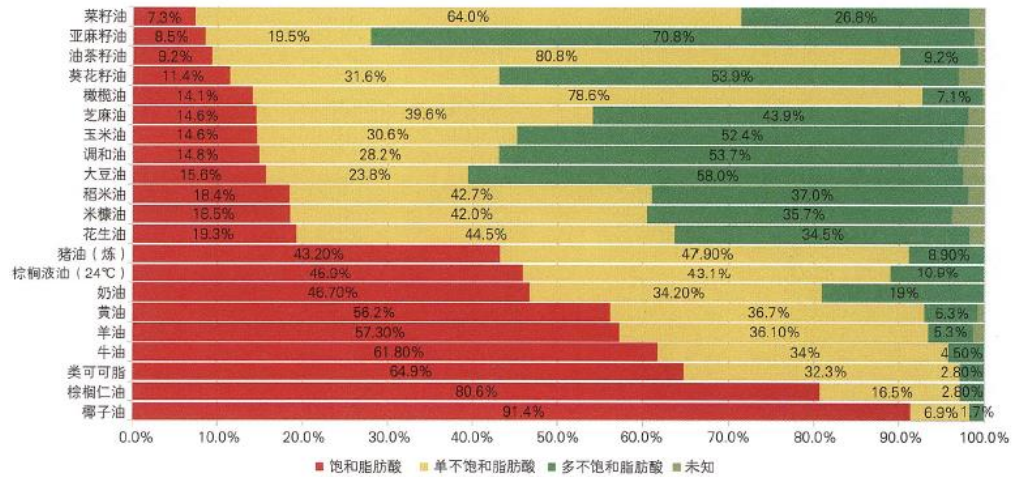
数据来源：2022 中国农业展望大会，东方证券研究所

- **需：食用油产品也随着居民消费升级，正在从生活必需品向健康饮食转变，《中国居民膳食指南（2022）》指出，饱和脂肪酸摄入过多可增加冠心病的发病风险，在常见油脂中，菜**

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。

籽油、亚麻籽油、油茶籽油均是饱和脂肪酸含量较低的油种。饱和脂肪酸含量低、油酸（单不饱和脂肪酸）含量高、多不饱和脂肪酸搭配合理的油脂更健康也更适宜人体摄取，而在大豆、花生、油菜籽等大宗食用油中，菜籽油的油酸含量是最高的，大约在 60% 以上，饱和脂肪酸含量最低，约 7%。同时，人体必需而自身又不能合成、需从外界摄入的多不饱和脂肪酸 ω -3 亚麻酸与 ω -6 亚油酸，菜籽油中的含量和营养比例更合理。

图 18：常见油脂中脂肪酸组成图



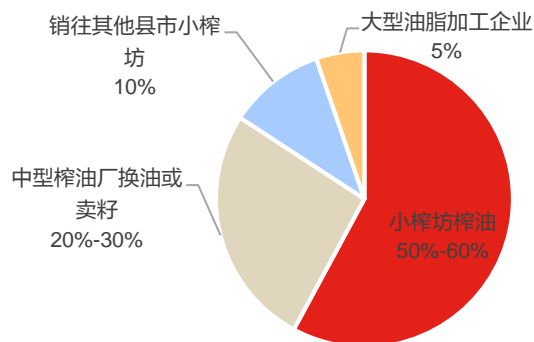
数据来源：《中国居民膳食指南（2022）》，东方证券研究所

基于产量增加和消费结构变化的判断，我们预计菜籽油在食用植物油中的占比有望提升，根据中国农业展望（2022-2031），预计至 2031 年菜籽油在食用植物油中的占比有望提高 6 个百分点。

产业迭代，包装化进行时

大市场小群体，菜油产业亟待迭代。国内菜籽油行业“大市场、小群体”特征明显，以湖南为例，湖南有近 4 000 家植物油脂加工企业，但日加工菜籽 5 t 以上规模的加工企业仅 90 余家，承担起湖南省油菜籽加工的主要场所是数量众多的小型榨油作坊，根据范连益等（2020）调研结果，油菜主产区几乎每个村都有 1~2 家小型榨油作坊，仅有不到 5% 的菜籽销往较大型的油脂加工企业，用于生产浓香菜籽油并进入超市销售。乡村小榨油作坊在安全、品质上难以保障，效率也亟待提升，在城市化和工业化推进中将被淘汰，品牌菜油与小包装有望实现对中小作坊替代，推动菜油产业迭代升级。

图 19：2019 年湖南地区种植面积较大且当地有中型榨油厂的县（市）菜籽销售去向



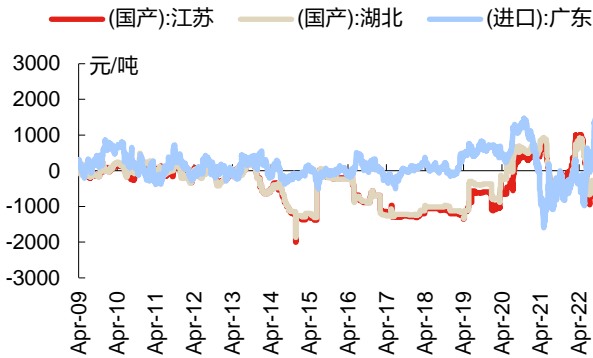
数据来源：湖南油菜产业发展的现状、问题与对策（范连益等，2020），东方证券研究所

看周期：供给恢复，近强远弱

缺口定价，内外联动明显

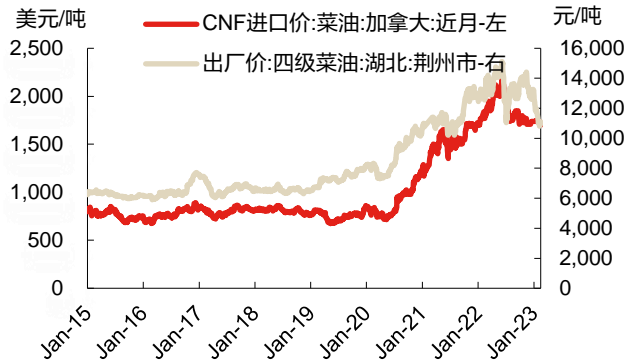
国内菜系定价参照进口。2015 年临储政策取消后，国内菜籽产业面临低价进口原料的冲击，国产菜籽的压榨利润大部分时间弱于进口菜籽，大部分通过小榨成浓香菜籽油的方式以获得更高利润，而工业化的生产品种中进口菜籽和菜油占据了较高比例。从价格上看，国内菜油价格与进口菜油的价格同步关系极为明显。

图 20：进口菜籽压榨利润通常较高



数据来源：汇易网，东方证券研究所

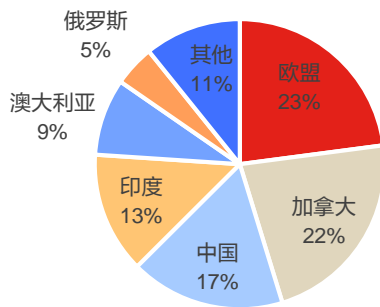
图 21：国内菜籽油价格与进口菜籽油价格趋同



数据来源：国家粮油信息中心，东方证券研究所

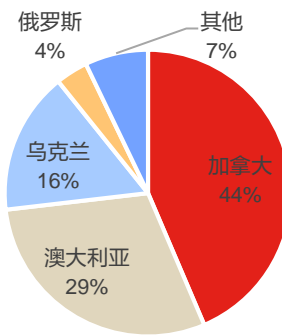
全球供应格局相对分散，出口集中度高。全球菜籽生产主要分布在加拿大、欧盟、印度、澳大利亚等国家，贡献了全球 85%左右的菜籽产量，但相对其他油籽而言，油菜籽的供应格局相对平均，最大的主产国加拿大仅占比 22%。出口方面，菜籽出口的比例也相对较低，全球菜籽产量中仅 23% 用于出口，大部分国家的菜籽生产以满足本国消费需求，但从比例上看，出口国的集中度明显提升，仅加拿大一国出口占比就达到了 44%，加拿大的生产对全球菜籽的贸易格局具有重要影响。

图 22：全球油菜籽产量结构（22/23）



数据来源：USDA，东方证券研究所

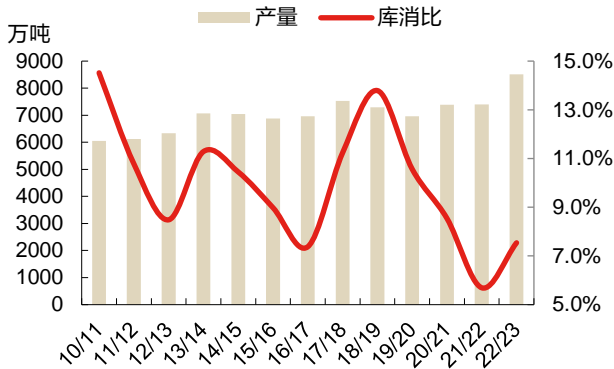
图 23：全球油菜籽出口结构（22/23）



数据来源：USDA，东方证券研究所

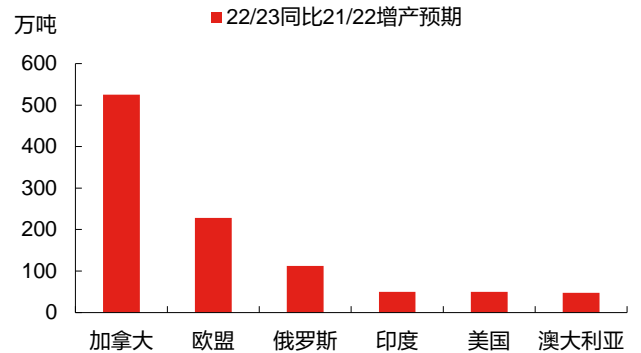
加拿大菜籽恢复性增产，全球菜籽油供给增加。根据 USDA 2 月供需平衡表，22/23 年度全球油菜籽预计产量 8507.6 万吨，同比增长 15.0%，库存比增加 1.8pct 至 7.5%。新作增加的 1107.1 万吨菜籽中，加拿大增产 524.3 万吨，是新作菜籽增产的主力；欧盟、俄罗斯分别增产 228.4、112.5 万吨，2 月至今菜油出厂均价已下降 10%左右。

图 24：22/23 年度全球油菜籽预计产量 8507.6 万吨，同比增长 15.0%



数据来源：USDA，东方证券研究所

图 25：22/23 年度油菜籽主产国增产预期

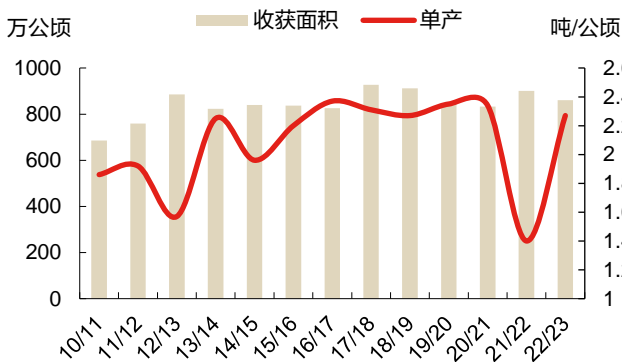


数据来源：USDA，东方证券研究所

增产落地，供应逐步修复

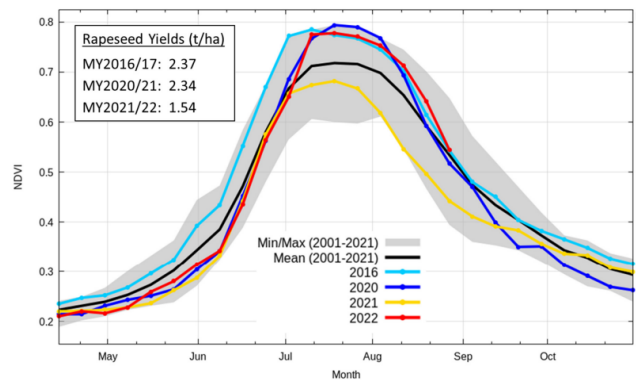
作物区天气良好，加拿大新作增产基本定调。加拿大是全球最大的菜籽生产国和出口国，也是新作全球油菜籽增产的主力。加拿大菜籽的生长周期是 4 月到 10 月，21/22 年度由于天气干旱问题，出现了大幅减产，当年度单产水平下降 34% 至 1.54 吨/公顷。新作增产的核心在于单产的恢复，22/23 年度预计收获面积 860 万公顷，同比下降 4.5%；单产 2.21 吨/公顷，同比增长 43.5%。同去年相比，北美草原地区的作物状况得到了明显改善，归一化差分植被指数（NDVI）显示在 7 月的关键生长阶段，油菜籽的生长状况高于平均水平，目前加拿大收获结束，增产基本确认。

图 26：22/23 年度加拿大油菜籽预计单产上升 62.1%



数据来源：USDA，东方证券研究所

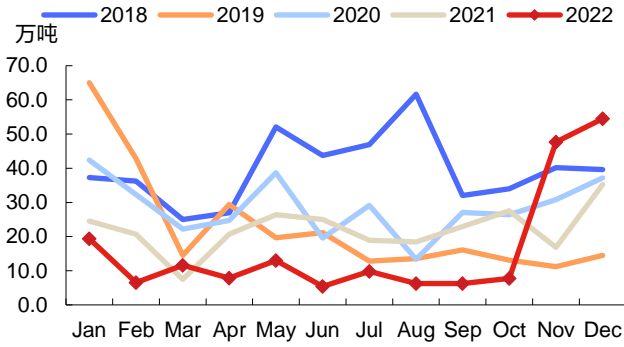
图 27：加拿大 NDVI 好于去年



数据来源：USDA，东方证券研究所

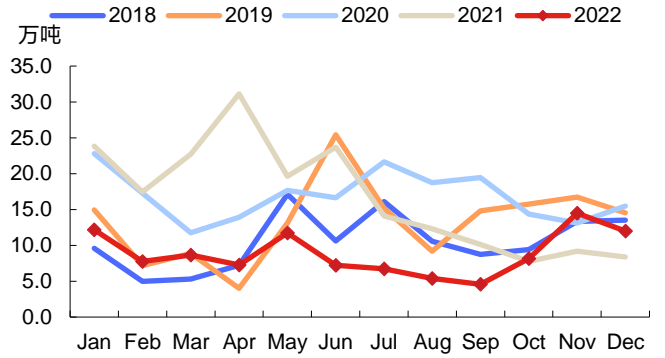
供应格局明显改善，进口增加、库存回升。由于加菜籽上产季减产，国内进口量偏低，1-10 月进口菜籽、菜籽油累计分别 93.9、79.7 万吨，同比减少 55.8%、56.4%，但随着新作加菜籽收获，11-12 月单月菜籽进口量已经恢复至 50 万吨左右高位，2 个月累计同比增长 96.2%，同时带动油厂菜籽库存水平上升，2 月第 3 周库存 32.8 万吨，同比增长 61.6%，供应改善将有效化解高价菜籽带来的油厂成本压力。

图 28：菜籽当月进口情况



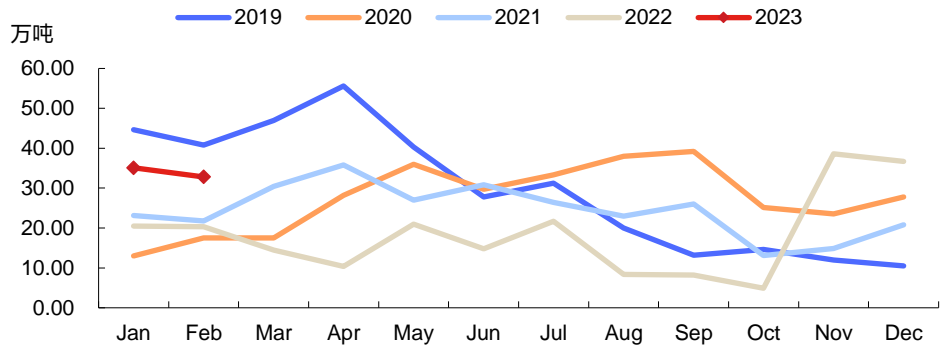
数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 29：菜籽油当月进口情况



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 30：油厂菜籽库存情况



数据来源：汇易网，东方证券研究所

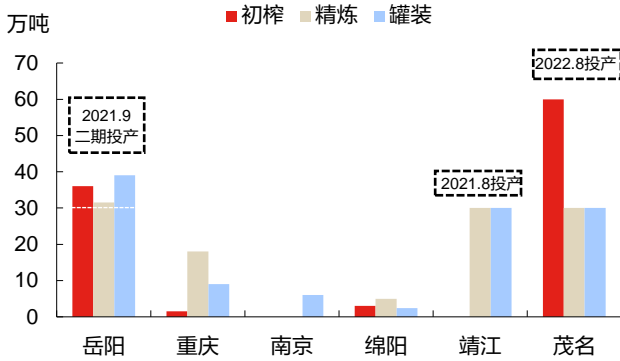
看成长：区域扩张，品类拓宽

扩区域，由点及面布局全国

百万产能布局完成，由点及面区域扩张。随着 2022 年公司全资子公司茂名食用油加工项目建成投产，公司目前已经具备约 100.5 万吨初榨产能、114.5 万吨精炼产能、116.4 万吨灌装产能，分布于岳阳、重庆、绵阳、靖江、茂名 6 大子公司中。特别是初榨产能的投产补齐了公司的油脂加工产业链，改变了公司过去以毛油为主要原料的采购格局，优化公司的盈利调节能力。

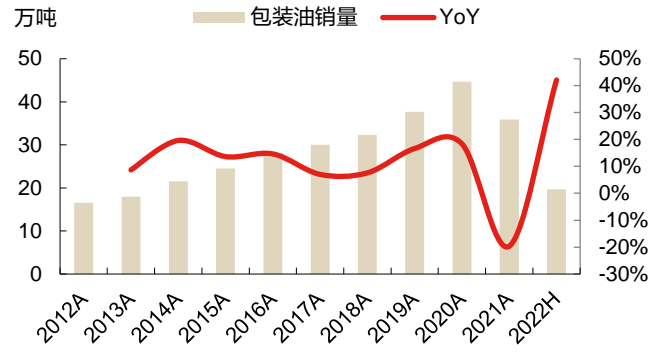
由于公司产品以供应家庭消费的小包装食用植物油为主，供应餐饮酒店的中包装量不大，在疫情影响下 2020 年销量增速较高，而 2021 年销量有所承压。上半年，随着公司新增产能释放和 2021 年低基数影响，实现销量 19.65 万吨，同比增长 42.11%。

图 31：公司各子公司产能布局情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

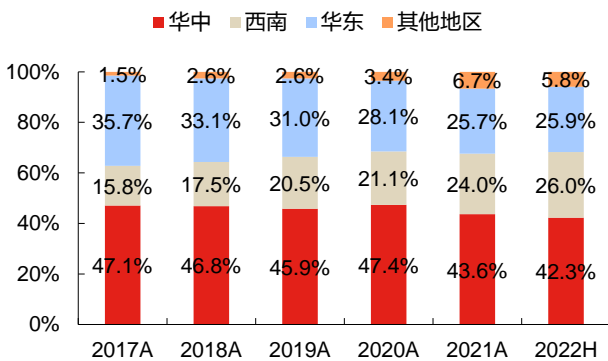
图 32：2022 上半年公司销量实现较快增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

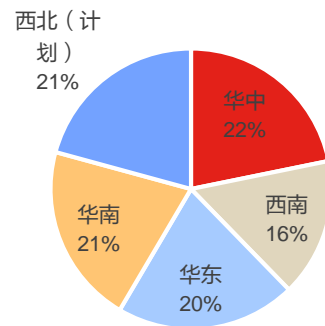
深耕华中西南，推动全国布局。华中、西南地区是公司包装油销售的主战场，2021 年销售收入分别达到 23.8、13.1 亿，占比分别为 43.6%、24.0%，其中，西南区域仍保持持续增长态势；华东区域的版图也较大，销售收入达到 14.0 亿，占比 25.7%，其他区域占比较小，但增长速度迅猛，2021、2022 年上半年收入分别为 3.6、1.9 亿，同比分别增长 99.1%、81.0%。随着茂名子公司建成投产，公司有望开拓华南区域市场；同时公司于 2021 年与陕西省兴平市人民政府签订了项目投资协议，拟在兴平市投资建设 100 万吨/年食用油加工项目，标志着公司完成了西北地区的产能布局。

图 33：公司收入按地区结构变化情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：公司各区域产能布局情况（22Q3）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

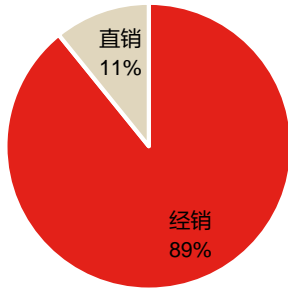
优渠道，做大经销提升直销

经销商规模扩大，直销比例提升。公司销售模式以经销商模式为主，2022 上半年，公司包装油销售收入中近 9 成来自于经销渠道。公司全国产能布局初成，部分市场仍处于开拓初期，经销商队伍的扩大是迅速走量、打开市场和辐射周边空白市场的中坚力量。上半年，公司经销商数量同比增长 16.9%至 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

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

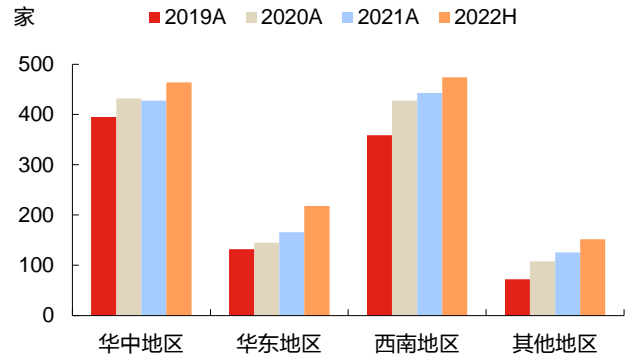
直通消费者餐桌的销售网点。其中，华东区域增速最快，达到 50.3%；其他区域（华南等）增速 43.4%，为华东、华南产能释放形成销量做好充足储备。

图 35：公司包装油销售以经销为主（2022H）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

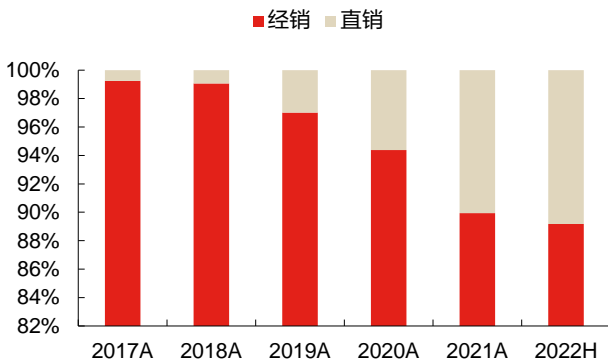
图 36：公司经销商数量持续增加



数据来源：公司公告，东方证券研究所

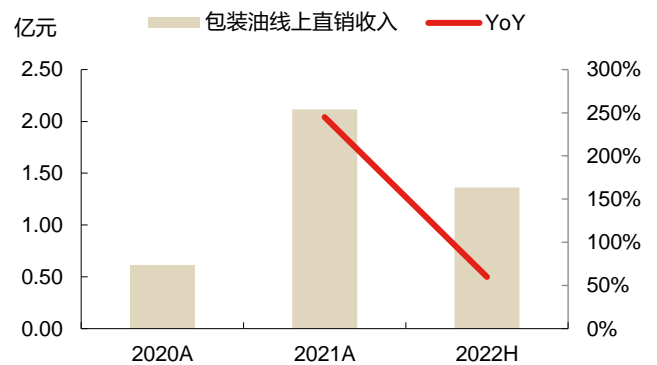
公司通过设立营销公司和电商公司，负责公司产品在大型连锁 KA 卖场、线上平台的销售，加大直销力度。2019 年以前，公司的直销比例不足 5%，2021 年以来已经提升至 10%以上；线上直销增速迅猛，2022 上半年包装油线上直销收入 1.36 亿，同比增长 59.9%。

图 37：公司包装油直销比例不断扩大



数据来源：公司公告，东方证券研究所

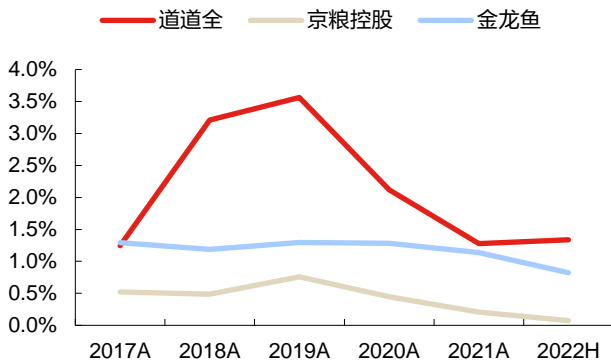
图 38：包装油线上直销收入增速较快



数据来源：公司公告，东方证券研究所

重视品牌推广，增加品牌接触度。小包装食用油市场非常依赖品牌建设，公司历来重视“道道全”品牌的经营和培养，进行了大量的广告和宣传投入。对比来看，公司在广告宣传推广费用的投入水平在可比公司中位于领先水平，2021 年全年和 2022 年上半年，公司市场广宣费占收入的比重均达到了 1.3%。除传统的广告投放外，公司也积极在各大电视台的主要节目中进行独家冠名和植入，增加曝光度和品牌影响力。根据网购网统计的 2022 年菜籽油十大品牌榜中榜中，道道全占据 2 席，道道全品牌位列第 4 位，仅次于食用油传统龙头；道道全旗下的菜子王也位列第 10 位。

图 39：主要粮油上市公司广宣费用占收入情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 40：道道全作为《向往的生活》指定用油



数据来源：湖南卫视，东方证券研究所

图 41：2022 年菜籽油十大品牌榜中榜



数据来源：买购网，东方证券研究所

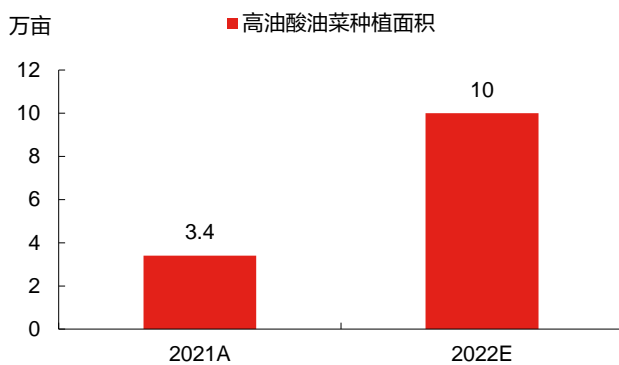
拓品类，高端产品前景可期

拓品类走高端，菜油新品及茶油业务可期。公司瞄准健康饮食市场，岳阳食用油加工项目二期定位营养健康高端食用油产品，以高油酸菜籽油和茶油两大类产品为核心，打造以高油酸为主要特性的食用油系列产品。

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。

- **高油酸菜籽油**：2020 年公司从品种培育、种植推广、基地管理、专业设备和专门场地加工的建设、营养功能研究、品牌策划等全产业链着手落实“高油酸油菜产业链研究及应用”项目，公司自设基地在湖南、内蒙古、湖北等地开展高油酸油菜示范区种植，以确保高油酸油菜籽优质原料供应，2021 年种植高油酸油菜 3.4 万亩，2022 年扩种至 10 万亩。高油酸菜籽油 2021 年年底已正式上市，目前已逐渐提升产量。
- **东方山茶油**：2022 年 5 月推出的茶油新品，并作为 CCTV-13《东方时空》合作品牌。茶油作为高端油脂品种，主要受众是高消费群体，目前市场仍在培育过程中，缺乏代表性品牌，市场布局以一线城市为主，以期成为茶油代表品牌。

图 42：2022 年公司高油酸油菜扩种至 10 万亩



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 43：东方山茶油在 CCTV-13《东方时空》栏目发布国风广告片



数据来源：央视网，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 随着公司新建产能释放，公司销量逐级提升，2022 年受疫情影响，销售增速回落，预计销量增长 5%，23-24 年伴随消费复苏，预计公司产品推广实现市占率提升，23-24 年增速分别为 20%、15%。
- 2) 2022 年受油籽原料及毛油现货价格上涨影响，包装油单吨成本预计上升 17.4%，毛利率预计-2.8%，2023-2024 年预计油籽原料及毛油价格回落，单吨成本改善，同比分别下降 25.9%、0.5%，毛利率分别为 12.5%、11.7%。
- 3) 食用油行业仍面临激烈竞争，公司实现销量增长仍需要一定规模的费用投入，2022 受疫情影响，销量增速回落，分摊费用上升，销售费用率增至 2.7%，后续 2 年继续增至 3.1%以满足产品推广需要；2022-2024 年管理费用率为 1.30%，管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄作用。

盈利预测核心假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
包装油					
销售收入（百万元）	4,141.0	3,962.7	4,667.6	4,876.2	5,592.9
增长率	31.0%	-4.3%	17.8%	4.5%	14.7%
毛利率	8.7%	1.8%	-2.8%	12.5%	12.7%
粕类					
销售收入（百万元）	684.6	973.5	1,146.7	1,198.0	1,374.0
增长率	16.5%	42.2%	17.8%	4.5%	14.7%
毛利率	2.8%	-4.7%	-9.6%	6.7%	7.0%
散装油及其他					
销售收入（百万元）	461.7	513.3	604.6	631.6	724.4
增长率	25.3%	11.2%	17.8%	4.5%	14.7%
毛利率	0.7%	12.2%	8.5%	7.0%	7.0%
合计					
销售收入	5,287.3	5,449.5	6,418.9	6,705.8	7,691.3
增长率	28.4%	3.1%	17.8%	4.5%	14.7%
综合毛利率	7.2%	1.6%	-2.9%	11.0%	11.2%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

随着菜籽及毛油成本下行，预计 2023 年公司业绩有望充分修复，后续跟随销量提升实现稳健增长，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为-3.73、2.93、3.40 亿元，同比分别-94.3%、+178.5%、+16.1%，参考农副食品加工业可比公司的估值水平，给予 2023 年 18xPE，目标价 14.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

公司	代码	股价	EPS(元)					PE			
		2023/2/17	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
金龙鱼	300999	44.86	0.76	0.63	1.02	1.45	58.86	71.21	43.98	30.94	
克明食品	002661	12.10	0.20	0.43	0.54	0.69	60.62	27.88	22.32	17.59	
苏垦农发	601952	12.24	0.53	0.67	0.73	0.78	22.88	18.17	16.72	15.79	
中粮科技	000930	8.59	0.61	0.61	0.63	0.73	14.14	14.08	13.63	11.77	
中粮糖业	600737	7.21	0.24	0.29	0.45	0.30	29.68	24.45	16.02	24.03	
调整后平均							37.00	23.00	18.00	19.00	

数据来源：朝阳永续，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。

表 3：公司包装油单位成本和销量对 2023 年归母净利润变化敏感性分析

2023 归母净利润（亿元）		37.5	40.0	42.5	45.0	47.5	50.0	52.5
销量（万吨）								
包装油单位成本（元/吨）	11000	-51.7	-57.5	-63.2	-69.0	-74.8	-80.6	-86.3
	10500	44.8	45.5	46.2	46.8	47.5	48.1	48.8
	10000	141.4	148.5	155.6	162.7	169.8	176.8	183.9
	9500	237.9	251.4	265.0	278.5	292.0	305.6	319.1
	9000	334.4	354.4	374.4	394.3	414.3	434.3	454.2
	8500	431.0	457.4	483.8	510.2	536.6	563.0	589.4
	8000	527.5	560.3	593.2	626.0	658.8	691.7	724.5

数据来源：公司公告，东方证券研究所测算

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

公司会对部分原料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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	382	413	486	508	582	营业收入	5,287	5,449	6,419	6,706	7,691
应收票据、账款及款项融资	86	83	101	104	120	营业成本	4,905	5,361	6,606	5,971	6,832
预付账款	210	150	214	225	242	营业税金及附加	12	14	14	15	17
存货	875	858	1,189	1,015	1,196	销售费用	169	118	173	208	239
其他	200	270	88	91	103	管理费用及研发费用	76	90	89	93	106
流动资产合计	1,754	1,773	2,077	1,943	2,243	财务费用	(2)	30	50	63	50
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	17	49	21	(9)	11
固定资产	739	1,447	2,489	2,542	2,557	公允价值变动收益	(16)	14	30	16	1
在建工程	711	571	266	213	187	投资净收益	(193)	(74)	(25)	(9)	(1)
无形资产	161	156	152	149	145	其他	52	22	20	20	20
其他	92	175	146	146	146	营业利润	(47)	(251)	(509)	393	457
非流动资产合计	1,704	2,349	3,054	3,050	3,034	营业外收入	4	2	7	3	3
资产总计	3,458	4,123	5,131	4,993	5,277	营业外支出	2	(0)	1	1	1
短期借款	761	809	2,006	1,525	1,344	利润总额	(45)	(248)	(503)	394	458
应付票据及应付账款	299	456	363	400	471	所得税	32	(50)	(118)	93	108
其他	420	323	406	410	454	净利润	(77)	(198)	(385)	302	350
流动负债合计	1,480	1,588	2,776	2,336	2,270	少数股东损益	(1)	(6)	(12)	9	11
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(76)	(192)	(373)	293	340
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	-0.21	-0.53	-1.04	0.82	0.95
其他	92	85	81	81	81						
非流动负债合计	92	85	81	81	81	主要财务比率					
负债合计	1,572	1,673	2,857	2,416	2,350		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	61	56	44	54	64	成长能力					
实收资本(或股本)	289	359	359	359	359	营业收入	28.4%	3.1%	17.8%	4.5%	14.7%
资本公积	842	1,562	1,770	1,770	1,770	营业利润	-127.7%	-433.5%	-102.6%	177.2%	16.2%
留存收益	694	474	101	394	734	归属于母公司净利润	-159.4%	-151.0%	-94.3%	178.5%	16.1%
其他	0	(1)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,886	2,450	2,275	2,576	2,927	毛利率	7.2%	1.6%	-2.9%	11.0%	11.2%
负债和股东权益总计	3,458	4,123	5,131	4,993	5,277	净利率	-1.4%	-3.5%	-5.8%	4.4%	4.4%
						ROE	-4.0%	-9.1%	-16.1%	12.3%	12.6%
						ROIC	-3.6%	-6.0%	-9.3%	8.3%	9.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	(77)	(198)	(385)	302	350	净负债率	20.1%	16.2%	66.8%	39.5%	26.0%
折旧摊销	60	70	123	164	176	流动比率	1.19	1.12	0.75	0.83	0.99
财务费用	(2)	30	50	63	50	速动比率	0.59	0.55	0.30	0.37	0.43
投资损失	193	74	25	9	1	营运能力					
营运资金变动	(80)	79	(300)	206	(122)	应收账款周转率	80.7	61.1	66.1	62.0	65.1
其它	(38)	(142)	18	(25)	10	存货周转率	5.5	6.0	6.1	5.1	5.9
经营活动现金流	56	(87)	(468)	719	465	总资产周转率	1.7	1.4	1.4	1.3	1.5
资本支出	(711)	(630)	(860)	(160)	(160)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	-0.21	-0.53	-1.04	0.82	0.95
其他	104	(43)	46	7	0	每股经营现金流	0.20	-0.24	-1.30	2.00	1.30
投资活动现金流	(607)	(673)	(814)	(153)	(160)	每股净资产	5.08	6.67	6.21	7.03	7.97
债权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
股权融资	(39)	790	208	0	0	市盈率	-57.1	-22.7	-11.7	14.9	12.8
其他	718	(21)	1,147	(544)	(231)	市净率	2.4	1.8	2.0	1.7	1.5
筹资活动现金流	679	769	1,356	(544)	(231)	EV/EBITDA	502.0	-39.3	-17.6	9.6	8.7
汇率变动影响	3	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	-121.8	-26.9	-12.9	13.0	11.7
现金净增加额	131	9	73	22	75						

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

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。