

公司研究/季报点评

2019年04月15日

农林牧渔/饲料 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 43.53
合理价格区间(元): 63.70~72.80

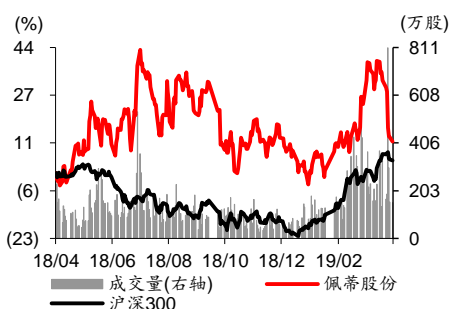
许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1《佩蒂股份(300673,买入): 18年完美收官,国内布局高成长》2019.04
- 2《佩蒂股份(300673,增持): 高增长持续,业绩符合预期》2018.10
- 3《佩蒂股份(300673,增持): 业绩超预期,海内外协同谋发展》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

非经损益拖累业绩, 成长潜力依旧

佩蒂股份(300673)

2019Q1, 公司净利润同比下滑 79.50%, 低于我们预期

公司公布 2019 年第一季度报告, 报告期内, 公司实现营业收入 1.62 亿元, 同比增长 0.91%, 归属于上市公司股东净利润 614.12 万元, 同比减少 79.50%, 公司业绩低于我们预期。我们预计, 2019-21 年公司净利润 2.22 亿元、2.95 亿元以及 4.01 亿元, 对应 EPS 为 1.82 元、2.42 元和 3.29 元。参照 2019 年行业可比公司 38 倍 PE 估值(Wind 一致预测), 给予公司 2019 年 35~40 倍 PE 估值, 对应目标价 63.70-72.80 元, 给予“买入”评级。

政府补助&激励费用致业绩下滑, 19 年业绩逐季回升

2019Q1, 公司归属于上市公司股东净利润有较大幅度下滑, 我们认为主要系政府补助(上市补贴)以及股权激励费用增加所致, 具体看, 1) 2018Q1, 公司收到政府补助 701.24 万元; 2) 2018 年, 公司实施限制性股票激励计划, 2019Q1 增加股权激励费用 922.06 万元。此外, 国内市场开拓(2019Q1, 公司销售费用、管理费用同比增长 44.79%、71.71%) 以及受原材料(鸡肉)涨价导致的部分产品毛利率下滑也是一季度公司业绩下滑的影响因素。我们认为, 随着后续订单的落地(受贸易政策预期影响, 部分订单被延后发出或执行) 以及国内市场的推进, 公司 2019 年业绩有望逐季回升。

持续推进海外生产基地建设, 布局发展国内市场

公司积极参与“一带一路”建设, 坚定实施“走出去”的国际化战略, 继续加强海外生产基地建设。报告期内, 1) 越南啦啦一期建成投产, 全资子公司越南好嚼收购越南德信, 完善在越南的业务布局; 2) 参股柬埔寨跨客, 投资设立柬埔寨爵味(出资尚未完成), 为在东南亚的业务开展奠定基础; 3) 完成对新西兰宠物食品企业 BOP100%股份的收购, 向全球市场提供高品质、多品类、差异化产品。此外, 公司线上、线下积极布局, 大力开拓国内市场, 公司已与天猫、京东、E 宠商城等电商合作, 并通过区域代理或批发商辐射各线下终端门店。

推陈出新+发力国内市场, 给予“买入”评级

我们预计, 2019-21 年公司净利润 2.22 亿元、2.95 亿元以及 4.01 亿元, 对应 EPS 为 1.82 元、2.42 元和 3.29 元。参照 2019 年行业可比公司(中宠股份) 36 倍 PE 估值(Wind 一致预测), 综合考虑国内宠物行业较大的成长空间以及 2019 年公司大力发展国内市场(新品发布, 国内线上、线下布局, 营销活动等), 公司进入国内市场高速赛道, 给予公司 2019 年 35~40 倍 PE 估值, 对应目标价 63.70-72.80 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 汇率波动风险, 海外经营风险、国内市场开拓风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	121.96
流通 A 股(百万股)	38.08
52 周内股价区间(元)	37.63-74.10
总市值(百万元)	5,309
总资产(百万元)	1,180
每股净资产(元)	7.95

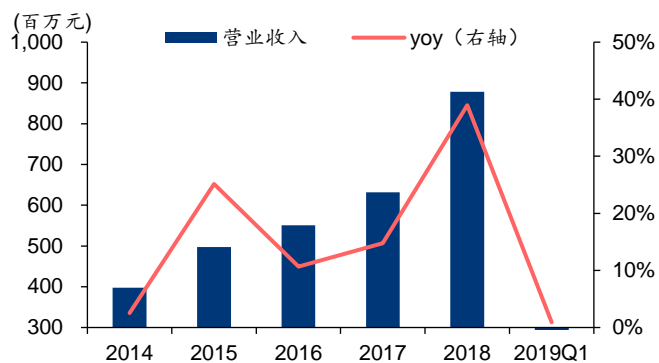
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	632.00	869.32	1,381	1,876	2,569
+/-%	14.79	37.55	58.86	35.82	36.95
归属母公司净利润(百万元)	106.76	140.31	222.30	295.39	401.55
+/-%	32.84	31.42	58.44	32.88	35.94
EPS(元, 最新摊薄)	0.88	1.15	1.82	2.42	3.29
PE(倍)	57.61	43.84	27.67	20.82	15.32

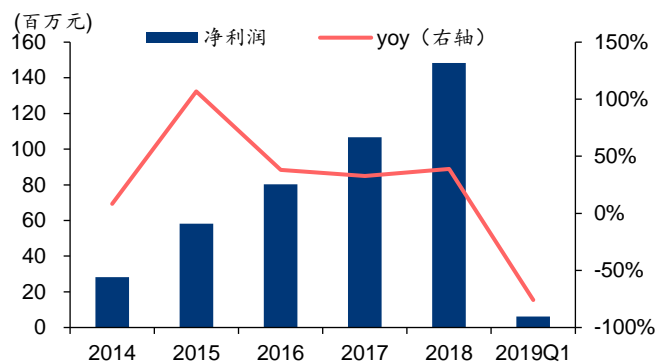
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2014-19Q1, 佩蒂股份营业收入及增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

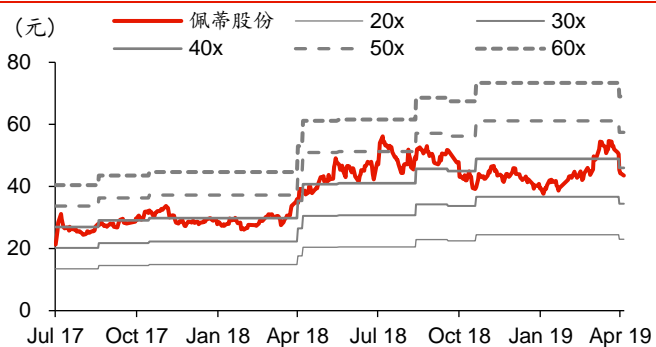
图表2: 2014-19Q1, 佩蒂股份净利润及增速情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

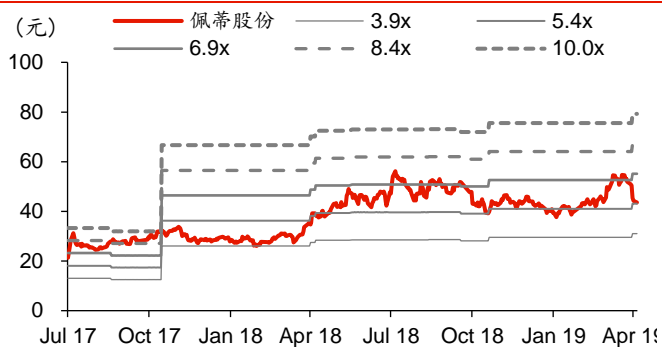
PE/PB - Bands

图表3: 佩蒂股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 佩蒂股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	746.63	780.58	1,041	1,220	1,453
现金	208.82	283.33	363.33	270.00	270.00
应收账款	155.55	162.74	296.66	405.27	529.07
其他应收账款	6.91	9.35	14.28	20.03	27.21
预付账款	8.83	17.53	21.34	32.12	45.52
存货	88.76	156.12	200.99	301.74	419.28
其他流动资产	277.77	151.51	143.97	191.08	162.19
非流动资产	238.62	399.66	729.80	1,102	1,283
长期投资	0.00	13.55	4.52	6.02	8.03
固定投资	155.63	189.98	284.12	478.10	634.12
无形资产	38.36	37.60	37.58	36.23	35.16
其他非流动资产	44.63	158.54	403.58	581.31	605.62
资产总计	985.25	1,180	1,770	2,322	2,736
流动负债	131.58	200.06	524.42	806.27	865.03
短期借款	0.00	6.71	234.69	448.92	401.60
应付账款	103.99	109.49	245.85	303.44	400.23
其他流动负债	27.59	83.86	43.88	53.91	63.21
非流动负债	0.00	2.24	2.49	3.33	4.44
长期借款	0.00	1.75	2.33	3.11	4.14
其他非流动负债	0.00	0.49	0.16	0.22	0.29
负债合计	131.58	202.31	526.91	809.59	869.46
少数股东权益	3.46	7.91	8.68	9.91	11.98
股本	80.00	121.96	121.96	121.96	121.96
资本公积	584.00	596.72	596.72	596.72	596.72
留存公积	189.18	289.48	516.09	783.72	1,136
归属母公司股东权益	850.21	970.04	1,235	1,502	1,855
负债和股东权益	985.25	1,180	1,770	2,322	2,736

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	31.41	129.85	167.79	137.59	353.37
净利润	106.90	141.44	223.07	296.63	403.62
折旧摊销	15.89	21.59	25.95	42.88	64.16
财务费用	12.53	(8.51)	(4.21)	12.64	20.87
投资损失	(3.77)	(4.73)	(6.00)	(6.00)	(6.00)
营运资金变动	(101.21)	(48.87)	(85.37)	(214.65)	(131.84)
其他经营现金	1.06	28.94	14.35	6.09	2.57
投资活动现金	(338.01)	(56.70)	(362.99)	(405.52)	(237.03)
资本支出	69.56	52.58	222.00	250.00	200.00
长期投资	0.00	32.86	203.43	149.51	27.90
其他投资现金	(268.45)	28.74	62.44	(6.02)	(9.13)
筹资活动现金	338.69	0.86	275.20	174.61	(116.34)
短期借款	(20.00)	6.71	227.98	214.23	(47.32)
长期借款	0.00	1.75	0.58	0.78	1.04
普通股增加	20.00	41.96	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	378.24	12.72	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(39.55)	(62.28)	46.64	(40.40)	(70.06)
现金净增加额	21.70	74.36	80.00	(93.33)	0.00

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	632.00	869.32	1,381	1,876	2,569
营业成本	396.44	567.13	937.99	1,269	1,729
营业税金及附加	3.98	3.64	8.48	10.39	13.59
营业费用	23.37	43.53	62.14	84.41	115.59
管理费用	54.16	82.28	132.64	172.80	242.16
财务费用	12.53	(8.51)	(4.21)	12.64	20.87
资产减值损失	2.11	5.86	3.47	3.81	4.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.77	4.73	6.00	6.00	6.00
营业利润	123.55	156.86	246.48	328.85	448.83
营业外收入	1.57	7.81	5.04	5.38	5.67
营业外支出	0.77	1.18	0.87	0.94	1.00
利润总额	124.35	163.49	250.64	333.29	453.50
所得税	17.45	22.05	27.57	36.66	49.89
净利润	106.90	141.44	223.07	296.63	403.62
少数股东损益	0.14	1.13	0.77	1.23	2.07
归属母公司净利润	106.76	140.31	222.30	295.39	401.55
EBITDA	151.98	169.94	268.21	384.37	533.86
EPS (元, 基本)	1.33	1.15	1.82	2.42	3.29

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	14.79	37.55	58.86	35.82	36.95
营业利润	40.85	26.96	57.13	33.42	36.49
归属母公司净利润	32.84	31.42	58.44	32.88	35.94
获利能力 (%)					
毛利率	37.27	34.76	32.08	32.36	32.68
净利率	16.89	16.14	16.10	15.75	15.63
ROE	12.56	14.46	18.00	19.66	21.65
ROIC	18.74	19.90	24.83	23.49	26.60
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.36	17.14	29.76	34.87	31.78
净负债比率 (%)	0	4.18	44.98	55.83	46.67
流动比率	5.67	3.90	1.98	1.51	1.68
速动比率	5.00	3.12	1.60	1.14	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.82	0.80	0.94	0.92	1.02
应收账款周转率	4.52	5.19	5.78	5.13	5.26
应付账款周转率	3.41	5.31	5.28	4.62	4.92
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.15	1.82	2.42	3.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	1.06	1.38	1.13	2.90
每股净资产(最新摊薄)	6.97	7.95	10.12	12.32	15.21
估值比率					
PE (倍)	57.61	43.84	27.67	20.82	15.32
PB (倍)	7.23	6.34	4.98	4.09	3.32
EV_EBITDA (倍)	38.30	34.25	21.70	15.14	10.90

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com