

## 佩蒂股份

(300673)

审慎增持 (维持)

三季度营收持续高增长，成本下行业绩超预期

2020年10月22日

## 相关报告

《佩蒂股份2020H1点评：海外需求稳定增长，国内全渠道+多品牌快速扩张》20200827

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

## 投资要点

- **事件：**1) 2020年前三季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 9.72、0.83、0.78 亿元，分别同比增长 38.97%、166.76%、188.98%；实现毛利率 27.24%，同比提升 1.67 个百分点，净利率 8.74%，同比提升 3.79 个百分点。2) 2020Q3，公司实现营业收入、归母净利润 3.90、0.40 亿元，分别同比增长 30.42%、385.43%。
- **前三季度公司业绩稳定高增长主要由于：**1) **公司持续“双轮驱动”发展战略，积极拓展国内国外两个市场：**国外需求刚性持续显现，原有客户基础上取得新订单；国内养宠意识逐渐发展，宠物行业前景广阔：①自有品牌矩阵完善，在价格、适用性等多方位差异化布局；②全渠道渗透：线上进驻主流平台，并与宠物专业电商签订深度合作协议；线下渠道与经销商和终端深度合作，全面铺开宠物医院和宠物专柜。2) **公司海外布局凸显优势，海外生产基地产能持续释放：**新西兰、越南、柬埔寨生产基地产能持续释放，助力销量、利润快速增长；3) **高毛利产品销售占比增加，低价鸡肉降低成本：**畜皮咬胶等高毛利产品销售占比增加，鸡肉价格持续下行，而鸡肉价格约占原料成本的 1/4，带动业绩高速增长。
- **财务指标来看，**1) **盈利能力：**2020Q3 实现毛利率 30.01%，同比提升 8.05 个百分点，净利率 10.23%，同比提升 7.09 个百分点。毛利率提升主要来源于鸡肉价格的持续下行以及高毛利产品销售占比的提升；销售费率同比上升 0.11 个百分点；管理费率同比下降 5.52 个百分点，受益于股权激励费用的大幅减少；财务费用同比上升 4.11 个百分点，主要由外币汇率变动和短期贷款增加所致。2) **现金流：**经营性净现金流情况整体好于去年，三季度由于应收账款增加，账面资金同比大幅提升，主要来源于增发股份，资金将主要用于新西兰高品质干粮项目、柬埔寨休闲食品项目等。3) **营运能力：**营业收入同比快速增长，应收账款周转率和存货周转率均有一定程度的提升。
- **盈利预测与评级：**海外宠物市场需求刚性，国内市场快速扩张。公司作为国内宠物零食领域翘楚，继续实施国内外“双轮驱动”，海内外多个项目产能陆续落地，成本下降业绩增长可期。我们上调 2020-2022 年公司归母净利润分别至 1.36、1.77、2.30 亿元，EPS 分别为 0.80、1.04、1.35 元/股，对应 2020 年 10 月 21 日收盘价的 PE 为 52.0、40.1、30.8 倍，持续予以“审慎增持”评级。

**风险提示：**原材料波动风险；汇率风险；核心客户收入占比较大风险；市场竞争加剧等。

## 报告正文

### 1、事件

事件 1: 2020 年前三季度, 公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 9.72、0.83、0.78 亿元, 分别同比增长 38.97%、166.76%、188.98%; 实现毛利率 27.24%, 同比提升 1.67 个百分点, 净利率 8.74%, 同比提升 3.79 个百分点。

事件 2: 2020Q3, 公司实现营业收入、归母净利润 3.90、0.40 亿元, 分别同比增长 30.42%、385.43%; 实现毛利率 30.01%, 同比提升 8.05 个百分点, 净利率 10.23%, 同比提升 7.09 个百分点。

### 2、点评

#### 2.1、“双轮驱动”发展战略下, 公司业绩稳定高增长

##### ● 整体情况

2020 前三季度, 公司实现收入 9.72 亿元, 同比增长 38.97%, 实现归母净利润 0.83 亿元, 同比增长 166.76%。2020Q3, 公司实现营业收入、归母净利润 3.90、0.40 亿元, 分别同比增长 30.42%、385.43%。整体来看, 公司业绩稳定高增长或主要由于:

- 1) **公司持续“双轮驱动”发展战略, 积极拓展国内国外两个市场:** 国外需求刚性持续显现, 国内市场产品矩阵完善、多渠道渗透加速放量;
- 2) **公司海外布局凸显优势, 海外生产基地产能持续释放:** 新西兰、越南、柬埔寨生产基地产能持续释放, 助力销量、利润快速增长;
- 3) **高毛利产品销售占比增加, 低价鸡肉降低成本:** 畜皮咬胶等高毛利产品销售占比增加, 鸡肉价格持续下行, 而鸡肉价格约占原料成本的 1/4, 带动业绩高速增长。

图 1、公司前三季度营收规模情况(亿元)

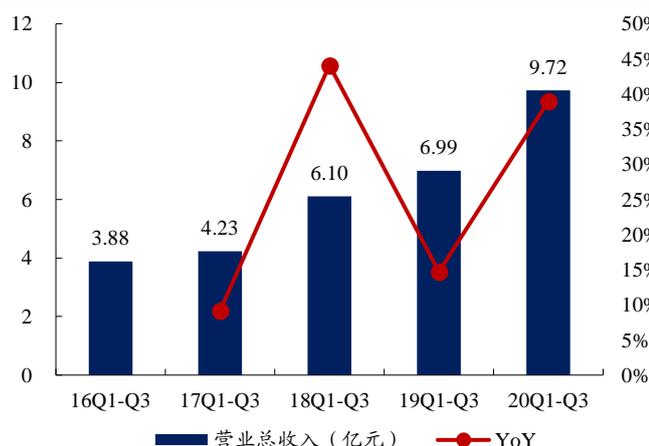
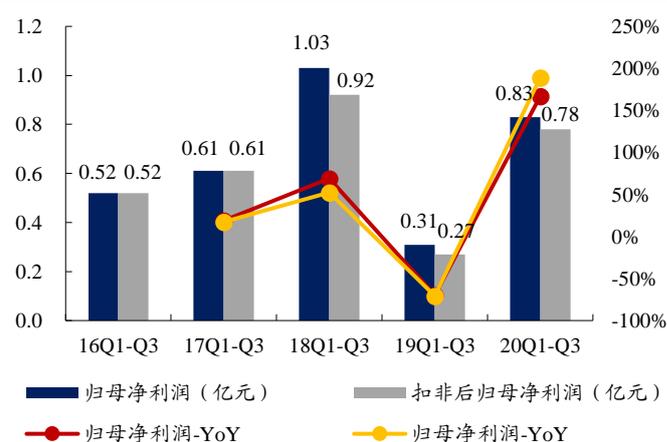


图 2、公司前三季度利润规模情况(亿元)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司第三季度营收规模情况(亿元)

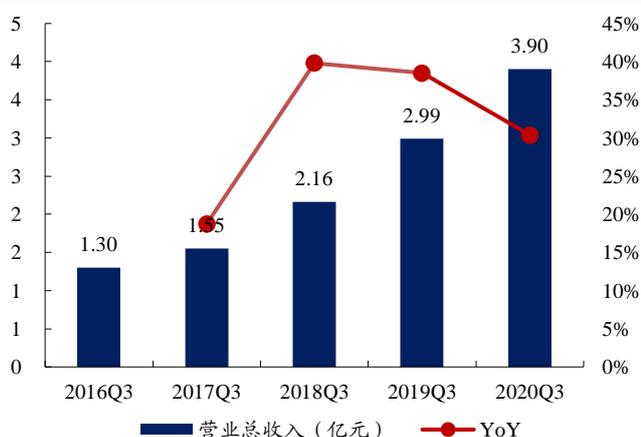


图 4、公司第三季度利润规模情况(亿元)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、盈利情况: 鸡肉价格持续下行, 带动利润率显著提升

2020 年前三季度, 公司销售毛利率为 27.24%, 同比提升 1.67 个百分点; 公司销售净利率为 8.74%, 同比提升 3.79 个百分点。公司销售费率同比上升 0.81 个百分点, 主要用于国内市场的拓展; 管理费率同比下降 6.57 个百分点, 受益于股权激励费用的大幅减少; 财务费用同比上升 1.80 个百分点。

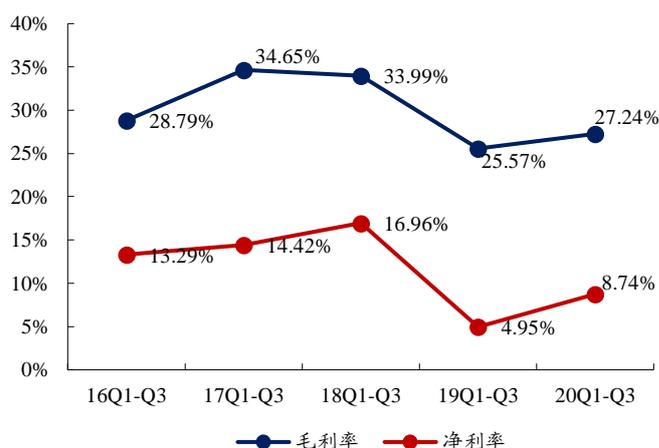
2020Q3 公司销售毛利率为 30.01%, 同比提升 8.05 个百分点, 主要来源于鸡肉价格的持续下行以及高毛利产品销售额占比的提升; 公司销售净利率为 10.23%, 同比提升 7.09 个百分点。公司销售费率同比上升 0.11 个百分点; 管理费率同比下降 5.52 个百分点; 财务费用同比上升 4.11 个百分点, 主要由外币汇率变动和短期贷款增加所致。

图 5、公司前三季度期间费用率



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司前三季度毛利率和净利率



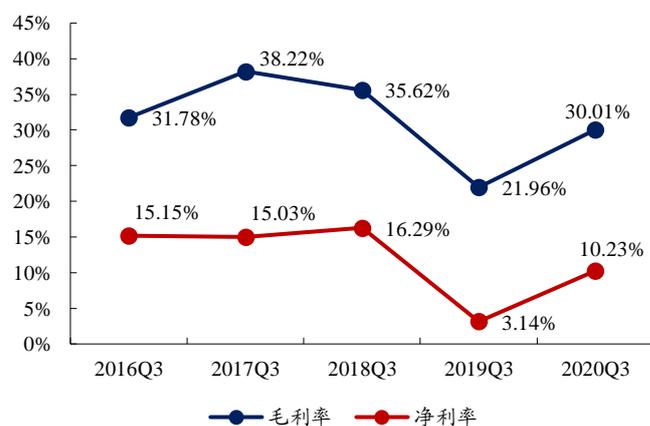
数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司第三季度期间费率



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司第三季度毛利率及净利率

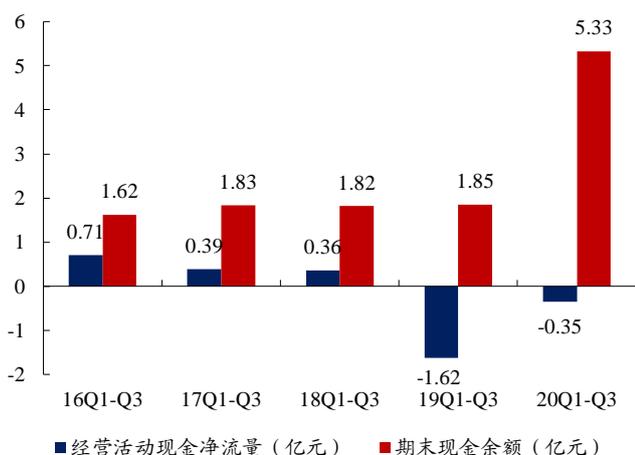


数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3、财务分析

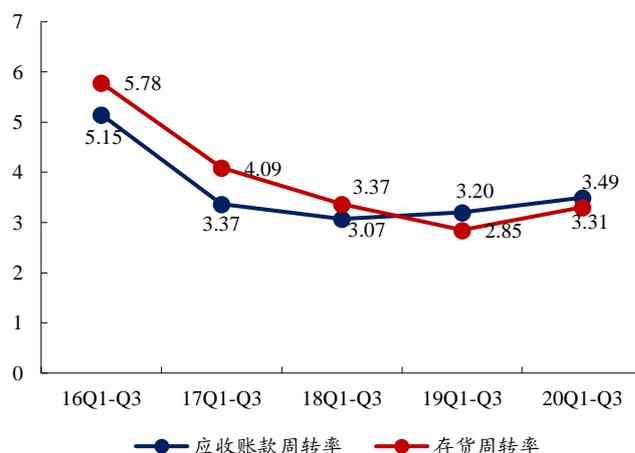
2020 年前三季度，公司经营性净现金流整体情况好于去年，三季度应收账款有所增加导致经营性现金流转负；账面资金同比大幅提升，主要来源于非公开发行所募资金，将主要用于新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮项目、柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品项目等。公司存货周转率与应收账款周转率分别为 3.31 次和 3.49 次，由于营业收入的高速增长，存货周转率和应收账款周转率均有一定程度的提升。

图 9、公司现金流情况(亿元)



数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司运营能力情况(次)



数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、盈利预测与评级

海外宠物市场需求刚性,国内市场快速扩张。公司作为国内宠物零食领域翘楚,继续实施国内外“双轮驱动”,海内外多个项目产能陆续落地,成本下降业绩增长可期。与同行业相比,公司研发投入更多,技术实力更强;在其他公司以 OEM 为主的同时,公司采取的是 ODM 的模式;而且公司经营稳健性更高,盈利能力更强。我们上调 2020-2022 年公司归母净利润分别至 1.36、1.77、2.30 亿元, EPS 分别为 0.80、1.04、1.35 元/股,对应 2020 年 10 月 21 日收盘价的 PE 为 52.0、40.1、30.8 倍,持续予以“审慎增持”评级。

### 4、风险提示

- (1) 原材料波动风险;
- (2) 汇率风险;
- (3) 核心客户收入占比较大风险;
- (4) 市场竞争加剧等。

## 附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	774	1360	1246	1444	
货币资金	285	570	362	454	
交易性金融资产	13	0	0	0	
应收账款	191	382	497	596	
其他应收款	6	11	11	11	
存货	207	269	248	255	
<b>非流动资产</b>	595	883	946	955	
可供出售金融资产	0	0	0	0	
长期股权投资	13	13	13	13	
投资性房地产	9	9	9	9	
固定资产	211	435	557	609	
在建工程	152	226	163	107	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	53	59	67	75	
<b>资产总计</b>	1369	2244	2192	2400	
<b>流动负债</b>	328	522	375	432	
短期借款	160	281	96	102	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	104	176	210	261	
其他	64	65	69	69	
<b>非流动负债</b>	3	3	3	3	
长期借款	0	0	0	0	
其他	3	3	3	3	
<b>负债合计</b>	331	525	378	435	
股本	147	171	171	171	
资本公积	596	1084	1084	1084	
未分配利润	244	405	483	612	
少数股东权益	12	15	19	24	
<b>股东权益合计</b>	1038	1718	1814	1965	
<b>负债及权益合计</b>	1369	2244	2192	2400	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	50	136	177	230	
折旧和摊销	26	35	56	69	
资产减值准备	1	10	6	5	
无形资产摊销	4	4	4	4	
公允价值变动损失	-0	0	0	0	
财务费用	-2	4	5	1	
投资损失	-2	-3	-3	-3	
少数股东损益	3	3	4	5	
营运资金的变动	-155	-250	-60	-59	
<b>经营活动产生现金流</b>	-56	-68	195	241	
<b>投资活动产生现金流</b>	-36	-304	-127	-69	
<b>融资活动产生现金流</b>	89	657	-276	-80	
现金净变动	-1	285	-208	92	
现金的期初余额	283	285	570	362	
现金的期末余额	282	570	362	454	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	1008	1363	1738	2176	
营业成本	757	994	1264	1583	
营业税金及附加	3	5	7	8	
销售费用	69	90	115	144	
管理费用	106	95	118	148	
财务费用	-5	4	5	1	
资产减值损失	-0	-0	0	-0	
公允价值变动	0	0	0	0	
投资收益	2	3	3	3	
<b>营业利润</b>	58	161	210	273	
营业外收入	2	3	2	2	
营业外支出	1	3	2	2	
<b>利润总额</b>	59	161	209	272	
所得税	6	22	28	37	
净利润	53	139	181	236	
少数股东损益	3	3	4	5	
<b>归属母公司净利润</b>	50	136	177	230	
<b>EPS 最新摊薄(元)</b>	0.29	0.80	1.04	1.35	

## 主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	16.0%	35.2%	27.5%	25.2%
营业利润增长率	-63.0%	177.8%	30.1%	29.9%
净利润增长率	-64.4%	172.4%	29.9%	30.2%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	25.0%	27.0%	27.3%	27.2%
净利率	5.0%	10.0%	10.2%	10.6%
ROE	4.87%	8.00%	9.85%	11.87%

## 偿债能力(%)

资产负债率	24.2%	23.4%	17.3%	18.1%
流动比率	2.36	2.60	3.32	3.34
速动比率	1.73	2.09	2.66	2.75

## 营运能力(次)

资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收帐款周转率	5.4	4.5	3.8	3.8

## 每股资料(元)

每股收益	0.29	0.80	1.04	1.35
每股经营现金	-0.33	-0.40	1.14	1.41
每股净资产	6.01	9.98	10.52	11.37

## 估值比率(倍)

PE	141.8	52.0	40.1	30.8
PB	6.9	4.2	3.9	3.7

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn