2019 年 10 月 28 日

佩蒂股份（300673.SZ） 食品饮料

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

单季营收大幅改善，成本上行压制毛利率

——佩蒂股份（300673.SZ）2019 年三季报点评

公司简报

◆**事件：**佩蒂股份发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业总收入 6.99 亿元，同比+14.68%；实现归母净利润 0.31 亿元，同比-69.88%，扣非后归母净利润 0.27 亿元，同比-70.57%。

◆**海外需求开始释放，单季营收增速大幅改善。**2019Q1-Q3 公司营收增速为+14.68%，较去年同期-29.43pcts。其中 Q3 实现营业收入 2.99 亿元，增速为 38.52%，同比/环比-1.28/+36.43pcts。公司收入增长的快速回升主要在于两个方面，其一，核心客户库存得到消化，回补库存的需求开始释放；其二，国外传统节假日到来客户备货提升需求。

◆**部分原材料价格大幅上涨压低毛利率。**2019Q1-Q3 净利率为 4.95%，同比下滑 12.01pcts。其中，Q3 为 3.14%，同比/环比-13.16/-4.12pcts。（1）从毛利率来看，2019Q1-Q3 公司毛利率为 25.57%，2019Q3 毛利率为 21.96%同比/环比-13.66/-3.45pcts，公司单季毛利率创出 2016 年以来最低水平。公司单季毛利率较 Q2 继续下滑的主要原因在于鸡肉等原材料价格的大幅上涨，二季度末至三季度末，国内主产区的活鸡以及肉毛鸡价格上升近 70%。虽然公司在越南设有部分产能，但是越南工厂的采购价格亦有明显上升。（2）费用方面，2019Q1-Q3 公司销售费用率为 5.60%，同比+1.06pcts，其中 Q3 单季销售费用率为 5.81%，同比/环比+0.53/0.41pcts。公司三季度广告投放、渠道开拓节奏基本平稳。2019Q1-Q3 公司管理费用率为 14.86%，同比+3.29pcts，其中 Q3 单季销售费用率为 12.95%，同比/环比+0.13/-1.22pcts。其中本季发生计提的股权激励费用为 2597 万元，为管理费用主要支出项。

◆海外需求的逐渐回复带来公司收入端出现明显改善。与此同时，公司发布公告拟调整国内线下旗舰店以及线上电商业务的募投计划，我们预计未来鸡肉成本的下行叠加公司费用的压缩，净利润水平回升值得期待。

◆**盈利预测及估值：**我们维持公司 2019-2021 年营业收入预测为 9.63/11.48/14.05 亿元，净利润为 1.08/1.36/1.77 亿元；对应 2019-2021 年 EPS 为 0.74/0.93/1.21 元（摊薄），对应 PE 为 37X/30X/23X，维持“增持”评级。

◆**风险提示：**原材料价格上行致使盈利能力下滑、国内业务拖累净利率。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	632	869	963	1,148	1,405
营业收入增长率	14.79%	37.55%	10.79%	19.22%	22.32%
净利润（百万元）	107	140	108	136	177
净利润增长率	32.84%	31.42%	-22.91%	25.56%	30.01%
EPS（元）	0.73	0.96	0.74	0.93	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.56%	14.46%	10.21%	11.68%	13.59%
P/E	38	29	37	30	23
P/B	4.7	4.1	3.8	3.5	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 25 日

增持（维持）

当前价：27.50 元

分析师

叶倩瑜 (执业证书编号：S0930517100003)
021-52523657
yeqianyu@ebscn.com

张喆 (执业证书编号：S0930519050003)
021-52523805
zhangzhe@ebscn.com

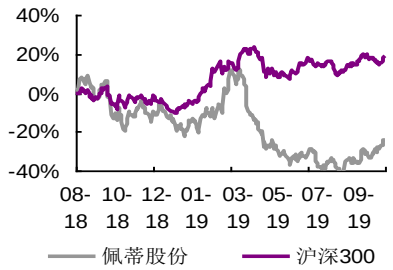
周翔 (执业证书编号：S0930518080002)
021-52523853
zhouxiang@ebscn.com

刘晓波 (执业证书编号：S0930512080003)
021-52523800
liuxb@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)： 1.47
总市值(亿元)：40.32
一年最低/最高(元)：22.44/46.75
近 3 月换手率：69.31%

股价表现(一年)



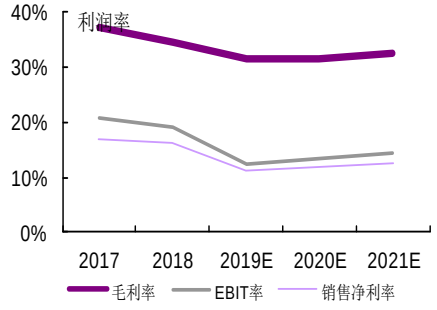
收益表现

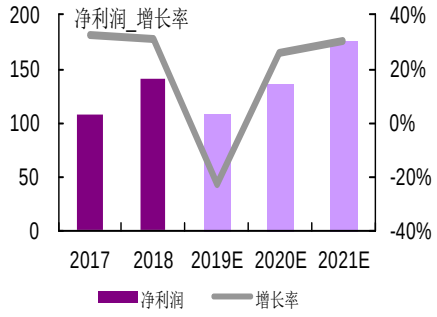
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.05	6.53	-37.88
绝对	-4.90	7.52	-15.09

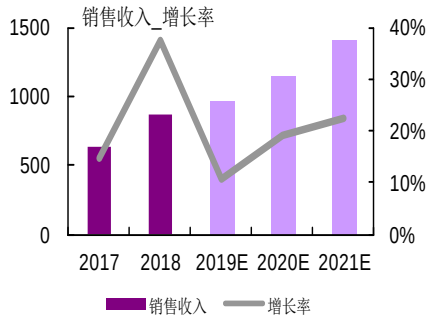
资料来源：Wind

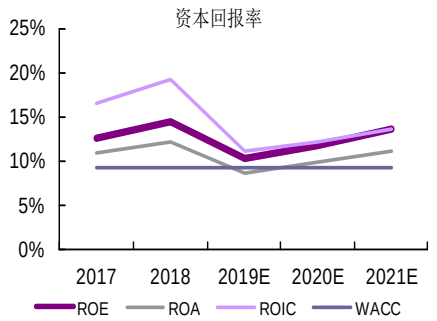
相关研报

海外需求逐渐恢复，下半年或迎改善——佩蒂股份（300673.SZ）2019 年中报点评 ……2019-07-30









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**632**	**869**	**963**	**1,148**	**1,405**
营业成本	396	567	658	787	947
折旧和摊销	16	22	27	34	42
营业税费	4	4	6	7	8
销售费用	23	44	67	92	126
管理费用	74	82	108	108	119
财务费用	13	-9	-6	-5	-5
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	5	0	0	0
营业利润	**124**	**157**	**126**	**158**	**205**
利润总额	124	163	126	158	205
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属母公司净利润	**107**	**140**	**108**	**136**	**177**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**985**	**1,180**	**1,258**	**1,400**	**1,585**
流动资产	747	781	807	864	951
货币资金	209	283	221	193	169
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	156	163	247	295	360
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	9	7	8	10
存货	89	156	164	197	237
可供出售投资	12	12	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	14	14	14	14
固定资产	156	190	248	318	399
无形资产	38	38	36	34	32
总负债	**132**	**202**	**190**	**229**	**278**
无息负债	132	194	188	227	276
有息负债	0	8	2	2	2
股东权益	**854**	**978**	**1,068**	**1,171**	**1,307**
股本	80	122	146	146	146
公积金	605	627	614	627	645
未分配利润	169	259	295	385	503
少数股东权益	3	8	8	8	8

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**31**	**130**	**36**	**119**	**152**
净利润	107	140	108	136	177
折旧摊销	16	22	27	34	42
净营运资金增加	375	-79	104	64	88
其他	-466	47	-203	-114	-155
投资活动产生现金流	**-338**	**-57**	**-79**	**-120**	**-140**
净资本支出	-70	-53	-100	-120	-140
长期投资变化	0	14	0	0	0
其他资产变化	-269	-18	21	0	0
融资活动现金流	**339**	**1**	**-19**	**-27**	**-36**
股本变化	20	42	24	0	0
债务净变化	-20	8	-7	0	0
无息负债变化	-14	62	-5	39	49
净现金流	**22**	**74**	**-62**	**-28**	**-24**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	14.79%	37.55%	10.79%	19.22%	22.32%
净利润增长率	32.84%	31.42%	-22.91%	25.56%	30.01%
EBITDA 增长率	57.93%	27.55%	-22.22%	27.22%	30.26%
EBIT 增长率	67.37%	26.55%	-28.37%	27.65%	31.55%
估值指标					
PE	36	27	35	28	22
PB	4	4	4	3	3
EV/EBITDA	13	16	25	20	16
EV/EBIT	15	18	31	24	19
EV/NOPLAT	17	20	36	28	22
EV/Sales	3	3	4	3	3
EV/IC	3	4	4	3	3
盈利能力（%）					
毛利率	37.27%	34.76%	31.69%	31.49%	32.61%
EBITDA 率	23.38%	21.68%	15.22%	16.24%	17.30%
EBIT 率	20.87%	19.20%	12.41%	13.29%	14.29%
税前净利润率	19.68%	18.81%	13.06%	13.76%	14.62%
税后净利润率（归属母公司）	16.89%	16.14%	11.23%	11.83%	12.57%
ROA	10.85%	11.98%	8.60%	9.70%	11.14%
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.56%	14.46%	10.21%	11.68%	13.59%
经营性 ROIC	16.38%	19.23%	11.04%	12.14%	13.63%
偿债能力					
流动比率	5.67	3.90	4.29	3.80	3.44
速动比率	5.00	3.12	3.42	2.94	2.59
归属母公司权益/有息债务	-	114.74	606.29	665.43	743.13
有形资产/有息债务	-	123.75	644.72	727.15	833.99
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.73	0.96	0.74	0.93	1.21
每股红利	0.27	0.42	0.22	0.28	0.36
每股经营现金流	0.21	0.89	0.24	0.81	1.04
每股自由现金流(FCFF)	-2.14	1.35	-0.47	-0.11	-0.07
每股净资产	5.81	6.63	7.24	7.95	8.87
每股销售收入	4.32	5.94	6.58	7.85	9.60

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼