

佩蒂股份(300673)

报告日期: 2020 年 10 月 21 日

# Q3 业绩略超预期, 海外布局优势凸显

——佩蒂股份 2020 年三季度报点评报告

✍ 分析师: 余剑秋 S1230520080007  
☎ 联系人: 汤秀洁  
✉ 邮箱: tangxiujie@stocke.com.cn

## 报告导读

2020 年前三季度收入同比增长 39%, 归母净利润同比增长 167%, 业绩略超预期上行。公司坚持双向双核发展, 积极拓展国内外市场, 海外布局优势凸显, 产能持续释放, 维持增持评级。

## 投资要点

### □ 业绩概览: 三季度略超预期增长, 海外布局优势凸显

国内外市场同步拓展+海外生产基地产能持续释放, Q3 增长超预期。10 月 21 日, 公司发布 2020 年三季度报, 前三季度实现营收 9.7 亿元 (+39% YoY), 归母净利润 8300 万元 (+167% YoY), 其中 Q3 实现营收 3.9 亿元 (+30% YoY), 归母净利润 3972 万元 (+385% YoY)。主要得益于 1) 在双轮驱动发展战略的正确指引下, 国内外市场同步拓展; 2) 公司海外布局优势, 海外生产基地产能持续释放。20Q1/20Q2/20Q3 单季度收入同比增长 49%/43%/30%, 归母净利润同比增长 92%/88%/385%, Q3 增长超预期。

### □ 毛利率环比提升, 净利率持续改善

1) **毛利率:** 前三季度毛利率 27.2% (同比+1.7pcts), 主要得益于高毛利产品植物咬胶出货量同比大幅提升、鸡肉等原材料价格走低等。其中 20Q1/20Q2/20Q3 单季度毛利率分别为 20.2%/29.0%/30.0%, 毛利率逐季环比改善。2) **费用率:** 前三季度销售费用率 6.4% (同比+0.8pcts), 主要系国内市场开拓费用增加所致; 管理费用 (含研发费用) 率 8.3% (同比-6.6pcts), 大幅下降是由于去年同期确认股权激励费用; 3) **净利率:** 前三季度净利率 8.7% (同比+3.8pcts), 产能释放、产品结构优化和鸡肉原料价格下行等背景下, 净利率持续改善。

### □ 强化海外布局+开拓国内市场+加深人宠互动, 供需双侧均有看点

1) **加速柬埔寨+新西兰布局, 强化供给布局。**海外市场依然为主要收入和利润来源, 其增长主要来自于现有客户订单的大幅增加和新客户的拓展。公司现投项目“新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮”、“柬埔寨年产 9200 吨宠物休闲食品”等进展顺利, 预计 2020 年 Q4 进入调试和试生产阶段, 2021 年初步释放部分产能。公司加速柬埔寨代工厂布局, 有利于缓解关税和原料成本压力; 大力发展新西兰主粮厂, 有望加速布局国内市场, 分享行业红利。

2) **国内市场增速高潜力大。**公司强化自有品牌线上布局, 并代理部分国际知名品牌进入中国市场。目前国内市场处于开拓期, 毛利率和净利率水平偏低, 未来提升空间较大。将在渠道+品牌+产品多角度发力, 致力于规模、盈利共同成长。

3) **疫情居家隔离加深人宠互动提升需求。**依据美国宠物协会数据, 在 07、08 年金融危机期间, 宠物行业消费量不降反升。我们认为, 在发达国家, 猫狗作为重要的家庭成员, 危机期间反而成为人们最好的精神寄托。此次疫情居家自我隔离期间, 增加了人与宠物的互动频次, 咬胶作为狗与人互动的功能性零食,

## 评级

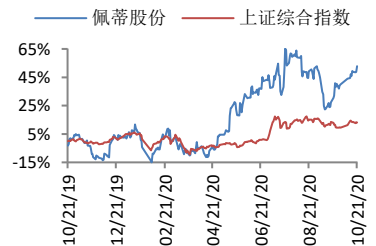
增持

上次评级 增持  
当前价格 ¥41.55

## 单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.24
2Q/2020	0.19
1Q/2020	0.09
4Q/2019	0.12



## 公司简介

## 相关报告

- 1 《佩蒂股份(300673)2020 年半年报点评: 上半年业绩高增长, 预计释产能+降成本持续向好》2020.08.27
- 2 《佩蒂股份(300673)2020 年一季报点评: 业绩符合预告上限, 需求旺盛环比提速显著》2020.04.29
- 3 《佩蒂股份(300673)2019 年报点评: 疫情加深人宠互动, 期待 20 年触底反弹》2020.04.27
- 4 《一季报超预期, 疫情加深人宠互动有望受益——佩蒂股份 2020 年一季度业绩预告点评报告》2020.04.01

报告撰写人: 余剑秋  
联系人: 汤秀洁

需求量有望爆发。

#### □ 盈利预测及估值

宠物行业第一股，狗磨牙零食-咬胶 ODM 龙头，2020 年海外产业转移降大幅缓解成本端压力，新品占比提升使毛利率逐步恢复，加之疫情居家隔离加强人与宠物互动，咬胶需求将持续旺盛。我们预计 20/21/22 年 EPS 分别为 0.77、0.92、1.02 元/股，对应 PE 为 54/45/41 倍，维持增持评级。

□ **风险提示：**市场开拓不及预期风险，原材料价格波动风险，关税政策变动风险，产能扩张带来的风险

#### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	1008.31	1302.93	1486.90	1679.71
(+/-)	15.99%	29.22%	14.12%	12.97%
净利润	50.01	130.80	156.05	172.81
(+/-)	-64.36%	161.57%	19.30%	10.74%
每股收益(元)	0.29	0.77	0.92	1.02
P/E	141	54	45	41

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	773.68	966.28	1045.06	1178.74
现金	285.05	259.07	300.63	356.01
交易性金融资产	13.45	4.48	5.98	7.97
应收账款	192.33	271.49	291.33	333.98
其它应收款	5.69	9.98	11.55	11.80
预付账款	57.43	39.07	51.89	66.32
存货	206.98	233.87	279.28	314.16
其他	12.75	148.32	104.41	88.49
<b>非流动资产</b>	595.37	605.59	710.59	800.30
金额资产类	0.00	8.00	6.67	4.89
长期投资	13.05	8.87	11.82	11.25
固定资产	210.68	263.64	316.67	370.80
无形资产	53.28	56.65	61.88	69.45
在建工程	152.30	162.45	179.80	211.18
其他	166.05	105.98	133.75	132.73
<b>资产总计</b>	1369.04	1571.87	1755.65	1979.04
<b>流动负债</b>	327.99	343.41	362.82	404.23
短期借款	160.23	81.39	74.20	96.69
应付款项	103.92	179.39	182.85	200.65
预收账款	2.72	3.32	3.88	4.40
其他	61.12	79.32	101.89	102.49
<b>非流动负债</b>	3.27	1.25	1.67	2.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.27	1.25	1.67	2.06
<b>负债合计</b>	331.26	344.67	364.49	406.30
少数股东权益	11.68	18.32	26.24	35.00
归属母公司股东权益	1026.10	1208.88	1364.93	1537.74
<b>负债和股东权益</b>	1369.04	1571.87	1755.65	1979.04
<b>现金流量表</b>				
	单位: 百万元			
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	(55.81)	47.60	167.30	145.20
净利润	52.54	137.44	163.97	181.58
折旧摊销	26.21	19.05	23.61	28.08
财务费用	(4.74)	2.61	(4.07)	(3.69)
投资损失	(1.69)	(1.69)	(1.69)	(1.69)
营运资金变动	45.82	(104.50)	36.26	(22.22)
其它	(173.95)	(5.33)	(50.78)	(36.86)
<b>投资活动现金流</b>	(35.52)	(43.54)	(122.71)	(116.12)
资本支出	(160.14)	(78.41)	(89.87)	(109.47)
长期投资	16.72	(3.38)	(3.32)	3.34
其他	107.89	38.25	(29.53)	(9.99)
<b>筹资活动现金流</b>	89.35	(30.04)	(3.02)	26.31
短期借款	153.53	(78.85)	(7.19)	22.50
长期借款	(1.75)	0.00	0.00	0.00
其他	(62.43)	48.81	4.17	3.81
<b>现金净增加额</b>	(1.99)	(25.99)	41.56	55.39

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1008.31	1302.93	1486.90	1679.71
营业成本	756.56	907.93	1038.91	1178.13
营业税金及附加	3.04	5.86	5.80	6.39
营业费用	68.91	78.18	89.21	100.78
管理费用	106.08	130.29	148.69	167.97
研发费用	25.92	29.97	31.23	33.59
财务费用	(4.74)	2.61	(4.07)	(3.69)
资产减值损失	1.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.45	0.45	0.45	0.45
投资净收益	1.69	1.69	1.69	1.69
其他经营收益	4.85	2.75	3.36	3.65
<b>营业利润</b>	58.07	152.98	182.64	202.33
营业外收支	0.67	0.67	0.67	0.67
<b>利润总额</b>	58.75	153.66	183.32	203.01
所得税	6.20	16.22	19.35	21.43
<b>净利润</b>	52.54	137.44	163.97	181.58
少数股东损益	2.54	6.64	7.92	8.77
<b>归属母公司净利润</b>	50.01	130.80	156.05	172.81
<b>EBITDA</b>	88.69	174.72	206.67	230.49
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.29	0.77	0.92	1.02
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	15.99%	29.22%	14.12%	12.97%
营业利润	-62.98%	163.44%	19.38%	10.78%
归属母公司净利润	-64.36%	161.57%	19.30%	10.74%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.97%	30.32%	30.13%	29.86%
净利率	5.21%	10.55%	11.03%	10.81%
ROE	4.96%	11.55%	11.92%	11.66%
ROIC	4.71%	10.79%	11.37%	11.07%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	24.20%	21.93%	20.76%	20.53%
净负债比率	48.63%	23.69%	20.46%	23.92%
流动比率	2.36	2.81	2.88	2.92
速动比率	1.73	2.13	2.11	2.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.79	0.89	0.89	0.90
应收帐款周转率	5.70	5.64	5.31	5.41
应付帐款周转率	7.09	6.41	5.74	6.14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.29	0.77	0.92	1.02
每股经营现金	-0.33	0.28	0.99	0.86
每股净资产	7.00	7.12	8.04	9.06
<b>估值比率</b>				
P/E	141.06	53.93	45.20	40.82
P/B	5.94	5.83	5.17	4.59
EV/EBITDA	44.68	39.44	33.13	29.60

资料来源: 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>