

佩蒂股份 (300673)

证券研究报告

2019年10月27日

公司收入拐点已至，业绩有望重回快速增长通道

事件：公司发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业收入 6.99 亿元，同比增长 14.68%，前三季度净利润 3111.29 万元，同比减少 69.88%。其中，第三季度营收 2.99 亿元，同比增长 38.52%，归母净利润 818.15 万元，同比减少 76.73%。

海外订单已恢复，营收拐点已至

上半年公司受下游客户库存调整的影响，其中植物咬胶受到的影响最为明显，同比下滑 29.88%，导致公司整体营收同比仅增长 1.61%。进入下半年，随着海外客户订单逐步恢复正常，第三季度公司营收同比增长 38.52%，环比增长 25.70%。我们认为，随着公司海外产能逐步扩张、贸易战缓和以及国内市场发力，公司营收拐点已至，有望重回高速增长。

多重因素叠加，导致业绩明显下滑

由于产品结构变化、关税政策、原材料价格上涨、管理费用和销售费用上升等众多因素叠加影响，报告期内净利润下滑幅度较大，具体来看：1) 受中美贸易摩擦的影响，由中国工厂出口到美国的产品公司承担部分关税成本，叠加鸡肉等原材料价格上涨，导致毛利率出现下滑；2) 2018 年下半年，公司实施了限制性股票激励计划，与上年同期相比，本报告期增加股权激励费用 2597.45 万元；3) 公司自 2018 年开始大力拓展国内市场，市场开拓相关的费用上升速度较快，导致销售费用同比增加 41.35%。

全面发力国内市场，开启双轮驱动战略

凭借强大的产品力和独特的 ODM 模式，公司与众多海外客户实现深度绑定，随着下游大客户销量增加以及新市场新客户的开拓，公司海外业绩有望实现持续增长。国内方面，公司努力抓住国内市场高速发展的行业机遇，推出多款新品，以“科学养宠”等理念强化自主品牌运营，线上加强与平台方的合作，线下开拓门店、参股宠物医院，积极参与国内市场竞争。随着渠道不断完善、新产品陆续投入市场，我们预计公司国内收入增速有望超 100%。

盈利预测与投资建议

由于贸易战及原料价格上涨的影响，我们下调公司业绩，预计 2019-2021 年公司归母净利润 0.69/1.43/2.25 亿元（前值 0.98/1.59/2.28 亿元），EPS 为 0.47/0.98/1.54 元，对应 PE 分别为 59/28/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：核心客户占比大；贸易及关税政策的影响；原材料价格的风险；汇率波动风险

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	632.00	869.32	1,042.43	1,297.24	1,622.75
增长率(%)	14.79	37.55	19.91	24.44	25.09
EBITDA(百万元)	150.02	190.11	104.09	190.48	285.38
净利润(百万元)	106.76	140.31	68.60	143.39	225.21
增长率(%)	32.84	31.42	(51.10)	109.01	57.06
EPS(元/股)	0.73	0.96	0.47	0.98	1.54
市盈率(P/E)	37.76	28.73	58.77	28.12	17.90
市净率(P/B)	4.74	4.16	3.72	3.38	2.96
市销率(P/S)	6.38	4.64	3.87	3.11	2.48
EV/EBITDA	22.15	25.43	34.48	19.43	11.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	27.5 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	146.61
流通 A 股股本(百万股)	46.70
A 股总市值(百万元)	4,031.69
流通 A 股市值(百万元)	1,284.17
每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	24.83
一年内最高/最低(元)	57.00/22.44

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

王聪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519080001
wccong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《佩蒂股份-半年报点评:海外市场短期调整已过，国内市场迎来高速增长》
2019-07-30
- 《佩蒂股份-季报点评:短期因素致 19Q1 业绩下滑，年内有望逐步好转》
2019-04-16
- 《佩蒂股份-年报点评报告:18 年业绩高速增长，“双轮驱动”未来成长可期》
2019-04-10

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	208.82	283.33	416.97	324.31	642.89	营业收入	632.00	869.32	1,042.43	1,297.24	1,622.75
应收票据及应收账款	155.55	162.74	234.38	202.34	343.96	营业成本	396.44	567.13	760.43	924.51	1,100.08
预付账款	8.83	17.53	13.81	24.62	22.78	营业税金及附加	3.98	3.64	5.21	6.69	7.76
存货	88.76	156.12	113.29	241.28	154.91	营业费用	23.37	43.53	65.02	80.94	112.46
其他	284.68	160.87	153.91	205.46	178.08	管理费用	74.24	82.28	106.10	90.81	110.35
流动资产合计	746.63	780.58	932.36	998.00	1,342.62	研发费用	20.08	25.81	28.15	32.43	35.70
长期股权投资	0.00	13.55	13.55	13.55	13.55	财务费用	12.53	(8.51)	(3.52)	(3.27)	(4.57)
固定资产	155.63	189.98	269.05	256.55	237.11	资产减值损失	2.11	5.86	3.47	3.81	4.38
在建工程	16.16	12.87	37.72	22.63	13.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	38.36	37.60	36.55	35.50	34.45	投资净收益	3.77	4.73	2.89	3.80	3.81
其他	28.47	145.67	129.27	129.43	131.83	其他	(28.06)	(12.01)	(5.79)	(7.60)	(7.62)
非流动资产合计	238.62	399.66	486.14	457.66	430.51	营业利润	123.55	156.86	80.48	165.11	260.41
资产总计	985.25	1,180.25	1,418.50	1,455.67	1,773.13	营业外收入	1.57	7.81	0.50	3.29	3.87
短期借款	0.00	6.71	4.18	20.63	0.00	营业外支出	0.77	1.18	0.92	0.96	1.02
应付票据及应付账款	103.99	109.49	282.30	173.13	334.48	利润总额	124.35	163.49	80.05	167.44	263.25
其他	27.59	83.86	37.69	56.52	63.10	所得税	17.45	22.05	11.21	23.44	36.86
流动负债合计	131.58	200.06	324.17	250.27	397.57	净利润	106.90	141.44	68.85	144.00	226.40
长期借款	0.00	1.75	1.75	4.60	4.60	少数股东损益	0.14	1.13	0.24	0.62	1.19
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	106.76	140.31	68.60	143.39	225.21
其他	0.00	0.49	0.16	0.22	0.29	每股收益(元)	0.73	0.96	0.47	0.98	1.54
非流动负债合计	0.00	2.24	1.91	4.82	4.89						
负债合计	131.58	202.31	326.09	255.09	402.46	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3.46	7.91	8.15	8.77	9.96	成长能力					
股本	80.00	121.96	146.61	146.61	146.61	营业收入	14.79%	37.55%	19.91%	24.44%	25.09%
资本公积	584.00	596.72	596.72	596.72	596.72	营业利润	40.75%	26.96%	-48.70%	105.17%	57.72%
留存收益	773.17	886.20	937.66	1,045.20	1,214.10	归属于母公司净利润	32.84%	31.42%	-51.10%	109.01%	57.06%
其他	(586.97)	(634.85)	(596.72)	(596.72)	(596.72)	获利能力					
股东权益合计	853.67	977.94	1,092.42	1,200.57	1,370.67	毛利率	37.27%	34.76%	27.05%	28.73%	32.21%
负债和股东权益总	985.25	1,180.25	1,418.50	1,455.67	1,773.13	净利率	16.89%	16.14%	6.58%	11.05%	13.88%
						ROE	12.56%	14.46%	6.33%	12.03%	16.55%
						ROIC	56.49%	20.82%	10.24%	21.71%	25.55%
						偿债能力					
						资产负债率	13.36%	17.14%	22.99%	17.52%	22.70%
						净负债率	-24.46%	-28.11%	-37.63%	-24.91%	-46.57%
						流动比率	5.67	3.90	2.88	3.99	3.38
						速动比率	5.00	3.12	2.53	3.02	2.99
						营运能力					
						应收账款周转率	4.66	5.46	5.25	5.94	5.94
						存货周转率	8.75	7.10	7.74	7.32	8.19
						总资产周转率	0.82	0.80	0.80	0.90	1.01
						每股指标(元)					
						每股收益	0.73	0.96	0.47	0.98	1.54
						每股经营现金流	0.21	0.89	1.46	-0.57	2.64
						每股净资产	5.80	6.62	7.40	8.13	9.28
						估值比率					
						市盈率	37.76	28.73	58.77	28.12	17.90
						市净率	4.74	4.16	3.72	3.38	2.96
						EV/EBITDA	22.15	25.43	34.48	19.43	11.78
						EV/EBIT	24.50	28.18	46.63	22.87	13.14

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	106.90	141.44	68.60	143.39	225.21
折旧摊销	15.89	21.59	27.13	28.64	29.54
财务费用	10.92	1.09	(3.52)	(3.27)	(4.57)
投资损失	(3.77)	(4.73)	(2.89)	(3.80)	(3.81)
营运资金变动	(371.92)	67.93	124.57	(248.76)	139.57
其它	273.39	(97.46)	0.24	0.62	1.19
经营活动现金流	31.41	129.85	214.14	(83.19)	387.13
资本支出	57.32	150.93	130.33	(0.05)	(0.07)
长期投资	0.00	13.55	0.00	0.00	0.00
其他	(395.33)	(221.17)	(257.44)	3.85	3.88
投资活动现金流	(338.01)	(56.70)	(127.11)	3.80	3.81
债权融资	0.00	8.45	5.93	25.23	4.60
股权融资	379.84	28.03	66.29	3.27	4.57
其他	(41.14)	(35.63)	(25.61)	(41.77)	(81.53)
筹资活动现金流	338.69	0.86	46.62	(13.28)	(72.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	32.09	74.01	133.65	(92.66)	318.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com