

2020年09月22日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

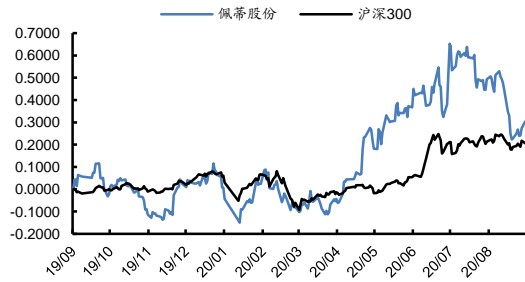
研究所

证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

立足宠物功能食品，国外国内市场双轮驱动 ——佩蒂股份（300673）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
佩蒂股份	-11.6	-19.6	24.1
沪深300	-1.8	-1.6	20.3

市场数据

	2020-09-22
当前价格（元）	35.88
52周价格区间（元）	21.25-45.67
总市值（百万）	6091.23
流通市值（百万）	3043.81
总股本（万股）	16976.67
流通股（万股）	8483.29
日均成交额（百万）	74.76
近一月换手（%）	62.25

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **我国宠物行业方兴未艾，宠物食品处于快速增长阶段** 随着社会经济的发展、城市化进程的加速和人口结构的变化，人们精神生活与物质生活不断改善。社会老龄化步伐加快，独生子女家庭普及、丁克家庭增加等家庭结构的变化，饲养宠物成为众多家庭的消遣方式，由此带来的对宠物用品、食品、医疗及相关服务的需求带动了宠物产业的迅速发展壮大。

根据艾媒咨询数据显示，我国宠物食品行业在2018年达到934.0亿元的市场规模，增长率达86.8%，较2017年有了较大幅度的提升，宠物食品支出在养宠用户支出中占比最大为34.00%。随着养宠数量增加和宠物食品的需求的扩大化和差异化，在宠物行业发展利好的形势条件下，宠物食品市场发展潜力巨大。

■ **佩蒂立足宠物功能食品，发展高端主粮产品，近年来收入和利润保持较好增长** 公司产品以畜皮咬胶起家，产品主销美国市场，兼具欧洲、澳洲市场。2011年，高毛利产品植物咬胶研发成功，凭借容易消化、营养丰富等特性，迅速被市场接受，目前已经成为公司收入及利润的主要来源。此后，公司不断丰富产品线，功能性宠物食品除咀嚼类产品外，扩展到宠物营养肉质零食、宠物营养保健品、鸟食及可食用小动物玩具、宠物饼干等。近年来，公司还大力发展主粮，但主粮重点推出在新西兰生产的高端主粮，以与目前市场上以外资品牌主导的比较成熟的一般主粮形成差异化竞争。

■ **公司未来增长路径：国际国内市场双轮驱动+线上线下渠道全面覆盖** 公司自2018年以来，实施“双轮”驱动战略，在保持国外市场竞争优势的同时，积极拓展国内市场。公司在国外市场的增长主要源于三个方面，一是大客户自身市场份额的提升；二是产品向高端化方向发展，实现量利齐升；三是公司持续产品创新带来产品结构的调整，由此而对其他供应商的替代。在国外市场，公司主要采用ODM模式。公司在国内市场实施多品牌发展策略。根据不同细分市场的竞争环境和渠道属性，通过不同品牌切入不同细分市场，满足终端市场多元化需求。此外，渠道拓展方面，公司线上线下全面布局，通过产品渠道渗透率的提高推进各项业务快速发展。

■ **公司多品类产能积极布局，为公司业绩增长提供支撑** 目前，公司在国内、越南、柬埔寨、新西兰建设各种零食和主粮，合计产能达到

77700 吨。公司是国内宠物行业较早实施“走出去”的企业，最早于 2013 年在越南设立第一家海外生产基地，并又陆续建设了越南啦啦和越南德信两个生产基地。目前，公司主要在建的海外基地有“新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目”和“柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目”。

- **肉类价格涨跌对公司原料成本影响较大** 公司主要原料为生牛皮、鸡肉、淀粉等，公司营业成本中直接原料预计占比约 70%左右，而肉类（主要是鸡肉）约占直接原料成本的 25%左右。因此，肉类价格的涨跌对公司原料成本有较大的影响。

受非洲猪瘟影响，我国猪价一直高企。但自 2019 年 10 月开始，能繁母猪存栏开始增加，从能繁母猪到育肥猪出栏，预计 10 个月左右时间。故预计 2020 年 9 月份开始，生猪出栏会慢慢增加，猪价会慢慢下跌，猪肉价格下跌也带动鸡肉价格下跌，对公司原料成本控制有利影响。

- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予“买入”评级** 我们认为国内宠物市场方兴未艾，宠物食品正处于快速增长的阶段。公司以功能性宠物食品为基础，发展高端宠物主粮，在做好海外市场 ODM 的基础上，大力发展国内市场，为未来分享国内宠物市场高速增长的红利奠定基础。公司在国内市场开拓上，采取各细分品类差别品牌定位策略，有利于强化消费者认知。渠道开拓方面，线上线下全面布局，使公司产品渗透率大幅提升，有利于加快公司业务的发展。

预测 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.71/1.01/1.36 元，对应 PE 分别为 50.59/35.70/26.31 倍，鉴于看好公司长期发展空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**1) 公司海外业务拓展不达预期；2) 公司国内市场开拓不达预期；3) 公司产能建设不达预期；4) 汇率波动风险；5) 海外疫情发展不可控影响；6) 宠物数量增长不及预期；7) 食品安全。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1008	1457	1877	2323
增长率(%)	16%	44%	29%	24%
归母净利润（百万元）	50	120	171	232
增长率(%)	-64.36%	140.79%	41.70%	35.69%
摊薄每股收益（元）	0.34	0.71	1.01	1.36
ROE(%)	4.82%	10.40%	12.84%	14.83%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、我国宠物行业方兴未艾，宠物食品处于快速增长阶段

随着社会经济的发展、城市化进程的加速和人口结构的变化，人们精神生活与物质生活不断改善，社会老龄化步伐加快，独生子女家庭普及、丁克家庭增加等家庭结构的变化，人们在休闲、消费和情感寄托方式也呈多样化发展，在物质生活得到极大满足的同时，满足精神生活的消费需求凸显。其中，饲养宠物成为众多家庭的消遣方式，由此带来的对宠物用品、食品、医疗及相关服务的需求带动了宠物产业的迅速发展壮大。

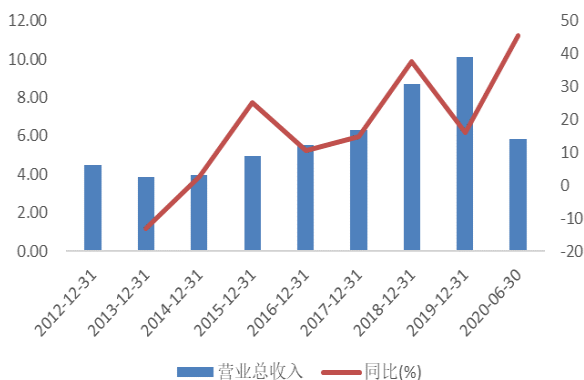
根据美国宠物用品协会（APPA）2015-2016年的调查数据，美国约65%的家庭至少拥有一只宠物。根据欧睿国际数据，全球宠物食品市场的份额来看，北美和西欧是最大的市场，其中北美地区市场规模327亿美元，占比40%；西欧地区市场规模216亿美元，占比26%。区域增速方面，尽管亚太地区占比较小，但增速接近10%，高于全球平均水平。

我国的宠物产业起步较晚，但发展迅速，艾媒咨询数据显示，中国宠物行业在2018年达到1708亿元的市场规模，增长率接近30%，并且近几年的增长率持续上升，预计到2020年，市场规模达到3,000亿元人民币级别。

同时，iiMediaResearch（艾媒咨询）数据显示，我国宠物食品行业在2018年达到934.0亿元的市场规模，增长率达86.8%，较2017年有了较大幅度的提升，宠物食品支出在养宠用户支出中占比最大为34.00%。作为宠物经济产业链的宠物食品行业，随着养宠数量增加和宠物食品的需求的扩大化和差异化，在宠物行业发展利好的形势条件下，宠物食品市场发展潜力巨大。

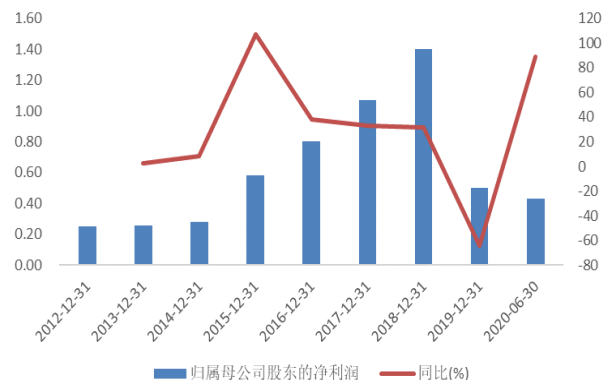
2、佩蒂立足宠物功能食品，发展高端主粮产品，近年来收入和利润保持较好增长

图 1：公司历年来收入稳定增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2：公司历年来净利润稳定增长



资料来源：Wind、国海证券研究所

公司产品以畜皮咬胶起家，产品主销美国市场，兼具欧洲、澳洲市场。2011年，高毛利产品植物咬胶研发成功，凭借容易消化、营养丰富等特性，迅速被市场接受，目前已经成为公司收入及利润的主要来源。此后，公司不断丰富产品线，功能性宠物食品除咀嚼类产品外，扩展到宠物营养肉质零食、宠物营养保健品、鸟食及可食用小动物玩具、宠物饼干等。近年来，公司还大力发展主粮，但主粮重点推出在新西兰生产的高端主粮，以与目前市场上以外资品牌为主导比较成熟的一般主粮形成差异化竞争。

3、公司未来增长路径：国际国内市场双轮驱动+线上线渠道全覆盖

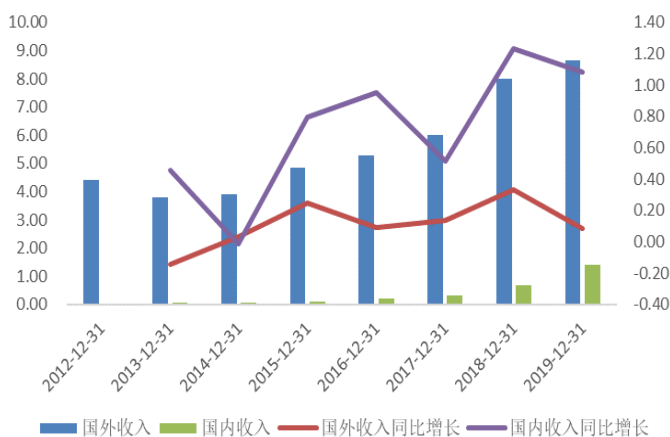
公司自2018年以来，实施“双轮”驱动战略，在保持国外市场竞争优势的同时，积极拓展国内市场。

公司在国外市场的增长主要源于三个方面，一是大客户自身市场份额的提升，通过集中度提高挤兑中小客户的市场份额，公司业务增长伴随大客户增长而增长；二是产品向高端化方向发展，实现量利齐升；三是公司持续产品创新带来产品结构的调整，由此而对其他供应商的替代。

在国外市场，公司主要采用 ODM 模式，主要是因为目前宠物零食特别是咀嚼类产品的消费市场主要集中在欧美等发达国家和地区。经过多年的发展，公司已与 Spectrum Brands 等品牌商建立了良好的合作关系，同时还与沃尔玛、PetSmart 等零售终端建立了良好的合作关系。

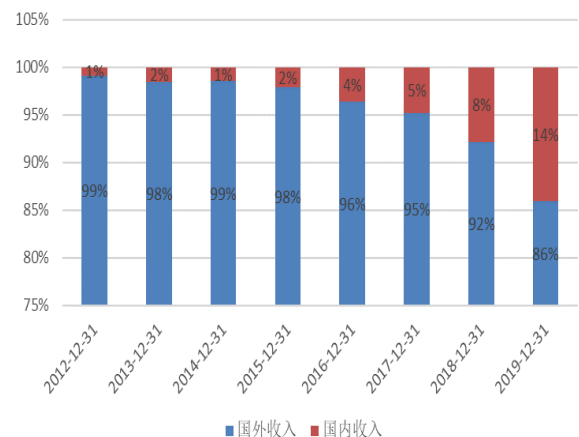
为积极拓展发展空间，整合国际优势资源，公司先后在越南、新西兰等地设立生产基地，并于2018年通过北岛小镇完成了对新西兰 BOP 及子公司 Alpine 的并购，纳入公司控制。

图 3：公司国内国外收入及增长情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 4：公司国内国外收入占比情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

公司在稳步推进海外市场的同时，将国内市场的培育和发展放在突出位置，不断强化自主品牌运营和渠道畅通，以“科学养宠”和“用全球好产品不断推动宠物健康标准升级”的理念引领国内市场业务的开展。

公司在国内市场实施多品牌发展策略。目前，公司已基本完成自有品牌的框架搭建，具体实施策略为：根据不同细分市场的竞争环境和渠道属性，通过不同品牌切入不同细分市场，满足终端市场多元化需求。目前，公司主要使用的品牌有：齿能，按宠物年龄、体型定制的专业宠物咀嚼食品品牌；爵宴，走高端路线的宠物营业肉质零食品牌；好适嘉，满足消费者对品质和潮流的追求，以人宠互动场景为主题的宠物零食品牌；ITI，完全由新西兰制造并引入到中国市场的小型宠物零食品牌；Smart balance，新西兰产的高品质主粮品牌；贝家，可以惠及绝大部分消费者的大众消费品牌。

渠道拓展方面，公司线上线下全面布局。在线上渠道，公司已在天猫、京东、拼多多、苏宁等电商平台开设线上品牌旗舰店或专营店，直接面对消费者，还与E宠商城等专业电商签订深度合作协议，直接向其销售产品或合作开发产品。线下销售方面，公司与全国主要省市的区域代理商和批发商建立紧密合作关系，并与宠物医院、美容店等专业连锁机构保持深度合作关系，将产品辐射至各终端门店。

4、公司多品类产能积极布局，为公司业绩增长提供支撑

目前，公司在国内、越南、柬埔寨、新西兰建设各种零食和主粮，合计产能达到 77700 吨。

表 1：公司各地区各品类产能情况

产能所在地		品类	产能（吨）	投产时间
国内	佩蒂温州	畜皮咬胶	9000	已投产
	江苏康贝	植物咬胶	3000	已投产
越南	越南好嚼	畜皮咬胶	2000	已投产
		植物咬胶	3000	已投产
	越南巴啦啦	植物咬胶	5000	已投产
	越南德信	畜皮咬胶	5000	2020 年
柬埔寨	柬埔寨爵味	湿粮	6000	2021 年
		咀嚼食品	3000	2021 年
		保健品	200	2021 年
新西兰	北岛小镇	肉质零食	1500	已投产
		干粮	40000	2021 年

资料来源：公司公告，国海证券研究所

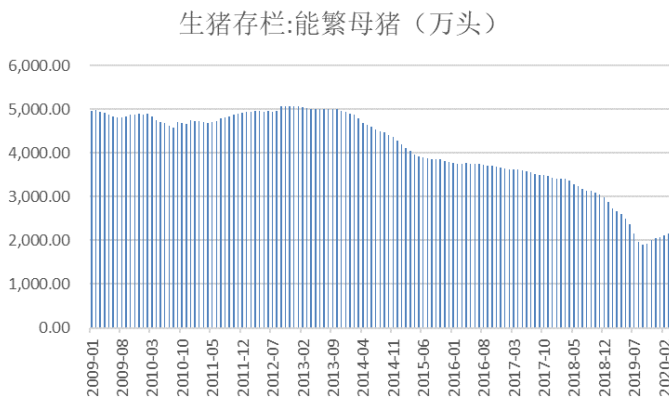
公司是国内宠物行业较早实施“走出去”的企业，最早于 2013 年在越南设立第一家海外生产基地，并又陆续建设了越南巴啦啦和越南德信两个生产基地。目前，公司主要在建的海外基地有“新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目”和“柬埔寨年产 9,200 吨宠物休闲食品新建项目”。

5、肉类价格涨跌对公司原料成本影响较大

公司主要原料为生牛皮、鸡肉、淀粉等，公司营业成本中直接原料预计占比约 70%左右，而肉类（主要是鸡肉）约占直接原料成本的 25%左右。因此，肉类价格的涨跌对公司原料成本有较大的影响。

受非洲猪瘟影响，我国猪价一直高企。但自 2019 年 10 月开始，能繁母猪存栏开始增加，从能繁母猪到育肥猪出栏，预计 10 个月左右时间。故预计 2020 年 9 月份开始，生猪出栏会慢慢增加，猪价会慢慢下跌，猪肉价格下跌也带动鸡肉价格下跌，对公司原料成本控制有利好影响。

图 5：能繁母猪存栏量



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：生猪价格情况



资料来源：Wind、国海证券研究所

6、盈利预测与评级

我们认为国内宠物市场方兴未艾，宠物食品正处于快速增长的阶段。公司以功能性宠物食品为基础，发展高端宠物主粮，在做好海外市场 ODM 的基础上，大力发展国内市场，为未来分享国内宠物市场高速增长的红利奠定基础。公司在国内市场开拓上，采取各细分品类差别品牌定位策略，有利于强化消费者认知。渠道开拓方面，线上线下全面布局，使公司产品渠道渗透率大幅提升，有利于加快公司业务的发展。

预测 2019/2020/2021 年 EPS 分别为 0.71/1.01/1.36 元，对应 PE 分别为 50.59/35.70/26.31 倍，鉴于看好公司长期发展空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

- 1) 公司海外业务拓展不达预期;
- 2) 公司国内市场开拓不达预期;
- 3) 公司产能建设不达预期;
- 4) 汇率波动风险;
- 5) 海外疫情发展不可控影响;
- 6) 宠物数量增长不及预期;
- 7) 食品安全。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1008	1457	1877	2323
增长率(%)	16%	44%	29%	24%
归母净利润(百万元)	50	120	171	232
增长率(%)	-64.36%	140.79%	41.70%	35.69%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.71	1.01	1.36
ROE(%)	4.82%	10.40%	12.84%	14.83%

附表：佩蒂股份盈利预测表

证券代码:	300673	股票价格:	35.88	投资评级:	增持	日期:	2020/9/22		
财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	每股指标与估值	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					每股指标				
ROE	5%	10%	13%	15%	EPS	0.34	0.71	1.01	1.36
毛利率	25%	26%	27%	29%	BVPS	7.00	6.72	7.67	8.97
期间费率	17%	17%	17%	17%	估值				
销售净利率	5%	8%	9%	10%	P/E	105.19	50.59	35.70	26.31
成长能力					P/B	5.13	5.34	4.68	4.00
收入增长率	16%	44%	29%	24%	P/S	5.22	4.18	3.25	2.62
利润增长率	-64%	141%	42%	36%					
营运能力					利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
总资产周转率	0.74	0.90	0.99	1.03	营业收入	1008	1457	1877	2323
应收账款周转率	5.09	5.08	5.09	5.08	营业成本	757	1074	1363	1659
存货周转率	3.66	3.66	3.66	3.66	营业税金及附加	3	4	6	7
偿债能力					销售费用	69	103	145	188
资产负债率	24%	28%	30%	31%	管理费用	106	133	162	197
流动比	2.36	1.92	1.76	2.03	财务费用	(5)	6	6	4
速动比	1.73	1.26	1.10	1.37	其他费用/(-收入)	2	6	6	6
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润	58	142	201	273
现金及现金等价物	285	181	125	333	营业外净收支	1	(1)	(1)	(1)
应收款项	198	287	369	457	利润总额	59	141	200	272
存货净额	207	295	374	456	所得税费用	6	15	21	29
其他流动资产	84	115	144	175	净利润	53	127	179	243
流动资产合计	774	864	999	1407	少数股东损益	3	6	9	12
固定资产	211	190	521	469	归属于母公司净利润	50	120	171	232
在建工程	152	327	152	152					
无形资产及其他	53	52	51	49	现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
长期股权投资	13	13	13	13	经营活动现金流	(56)	70	136	231
资产总计	1369	1612	1901	2257	净利润	53	127	179	243
短期借款	160	160	160	160	少数股东权益	3	6	9	12
应付款项	104	213	337	456	折旧摊销	23	22	20	53
预收帐款	3	16	10	15	公允价值变动	0	0	0	0
其他流动负债	61	61	61	61	营运资金变动	(135)	(330)	(309)	(324)
流动负债合计	328	450	569	693	投资活动现金流	(36)	(154)	(156)	52
长期借款及应付债券	0	0	0	0	资本支出	(160)	(154)	(156)	52
其他长期负债	3	3	3	3	长期投资	0	0	0	0
长期负债合计	3	3	3	3	其他	124	0	0	0
负债合计	331	454	572	696	筹资活动现金流	(13)	(6)	(9)	(12)
股本	147	170	170	170	债务融资	152	0	0	0
股东权益	1038	1158	1329	1561	权益融资	3	0	0	0
负债和股东权益总计	1369	1612	1901	2257	其它	(168)	(6)	(9)	(12)
					现金净增加额	(104)	(90)	(29)	272

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业经验，10年证券从业经验。曾在浙江龙盛和千岛湖啤酒担任过中高层管理职务，自2009年以来，一直从事食品饮料行业证券研究。获得福布斯中国最佳分析师50强榜2017年第44名和2018年第30名。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，工科复合背景，2020年加入国海证券，现从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。