

强烈推荐-A (维持)

佩蒂股份 300673.SZ

当前股价: 43.38 元
 2018 年 12 月 07 日

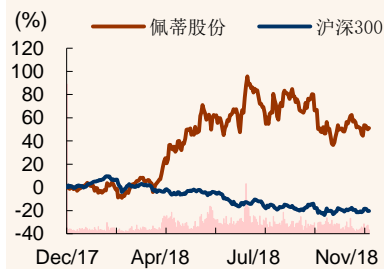
拟成立产业基金, 宠物版图拓展可期

基础数据

上证综指	2606
总股本 (万股)	12196
已上市流通股 (万股)	3508
总市值 (亿元)	53
流通市值 (亿元)	15
每股净资产 (MRQ)	7.6
ROE (TTM)	16.1
资产负债率	17.5%
主要股东	陈振标
主要股东持股比例	36.28%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-2	66
相对表现	2	15	86



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《佩蒂股份(300673)一发布 2018 年三季报, 业绩增长持续强劲》2018-10-29
- 2、《佩蒂股份(300673)一发布 2018 年半年报, 业绩持续快速增长》2018-10-15
- 3、《佩蒂股份(300673)一发布 2018 年半年报, 业绩持续快速增长》2018-08-23

董瑞斌

021-68407847
 dongruibin@cmschina.com.cn
 S1090516030002

研究助理

雷轶
 075583218146
 leiyi@cmschina.com.cn

研究助理

赵美娟
 zhaomeijuan@cmschina.com.cn

事件:

- 公司与渤海华美于 12 月 5 号签署了框架协议, 双方拟联合发起宠物产业并购基金, 对国内外优质宠物行业目标企业进行投资, 获取目标企业股权、与目标企业成立合资公司或其他有助于公司在宠物行业发展的投资机会。
- 拟议基金拟定总规模 10 亿元, 公司认缴金额不低于 30%, 其中首期规模 30%。

表 1: 框架协议的主要内容

项目	内容
拟议基金规模	拟议基金拟定总规模为 10 亿元人民币, 基金首期规模拟定为拟议基金总规模的 30%。在首期基金完成募集之后, 拟议基金即开展投资, 并同时募集剩余资金。
拟议基金募集	佩蒂股份(或其有资格的关联方, 下同)拟作为有限合伙人认缴不低于拟议基金总规模的 30%, 渤海华美(或其有资格的关联方, 下同)负责募集剩余资金。
拟议基金期限	拟议基金存续期 5 年; 其中, 投资期 3 年, 退出期 2 年; 存续期届满, 普通合伙人可根据基金投资和退出情况延长基金存续期 2 次, 每次 1 年。
拟议基金管理	佩蒂股份与渤海华美将分别委派拟议基金的普通合伙人, 其中渤海华美将担任拟议基金的执行事务合伙人。
拟议基金投资决策	拟议基金的投资(包括退出)决策由基金投资决策委员会作出。
管理费	管理费将按照市场化费率收取, 投资期内为基金认缴规模的 2%/年, 投资期终止后, 为每一基金投资人尚未退出的投资项目的投资成本中分摊的金额 2%。
收益分配	拟议基金扣除基金费用后的可分配收益首先满足有限合伙人一定的收益率, 具体收益率以合伙人协议约定的收益率为准; 之后有限合伙人和普通合伙人按 80%: 20%的比例分配剩余可分配收益。收益分配最终以拟议基金各合伙人签署的正式协议为准。

资料来源: 公司公告、招商证券

点评:

- 立足主业, 产能布局奠定未来高成长。公司是国内宠物咬胶龙头, 畜皮和植物咬胶两大品类新产品推出不断, 提升原有客户份额及持续开拓新客户, 较强的创新能力是公司业绩高成长的生命力。越南和新西兰等布局, 为公司新产品及新客户拓展提供较好的产能支持, 在有效降低成本的同时可以抵御贸易战等风险, 我们认为随着产能利用率的提升公司未来业绩高增长无虞。
- 国内宠物行业兴起, 延拓可期。随着国内宠物产业进入爆发阶段, 公司携手渤海华美, 拟发起 10 亿产业投资基金, 积极把握宠物产业未来发展机会, 扩大国内外产业布局。我们认为公司将以宠物食品为出发点, 充分利用品牌和资本优势, 横纵向拓展产品品类和延长产业链, 未来有望打造宠物经济生态圈。

重申推荐逻辑:

- **海外映射: 中国宠物经济正处于爆发前夕。**2015 年全球宠物市场规模首次突破 1,000 亿美元, 当前主要的宠物经济大国为美国、欧洲和日本。由于宠物经济起步较早, 这些地区已经相继步入稳定增长阶段, CAGR 不到 10%。回顾发达国家宠物经济的发展历史, 我们发现: 1) 当人均 GDP 达到 8,000 美元, 宠物产业就会进入高速发展阶段(资料来源: 中国农业大学动物医学院); 2) 宠物产业的发展与该国的老龄化水平呈较强的正相关关系。由此看中国所处的阶段: 1) 人均 GDP 达到 53,980 元; 2) 人口老龄化率超过 10%并将持续提升。我们判断, 中国很有可能正站在宠物经济爆发前夜。
- **好行业、大空间、真成长: 产业爆发前夜, 探究成长来源。**2015 年我国宠物行业市场规模约 978 亿元, 同比增长 36%。而当前我国宠物市场仍处于保有量低、相关产品及服务渗透率低、客单价低的状态。在这轮产业爆发的过程中, 这三大主要驱动力有望共同增长, 从而拉动行业的整体快速增长。根据我们的行业模型预测, 2020 年中国宠物行业有望达到 3,500 亿元, CAGR 近 29%。同时, 我们统计到行业自 2015 年开始资本布局速度明显加快, 融资数量和融资金额屡创新高, 又有多家公司挂牌新三板或登录 A 股市场。行业资产证券化正式开启, 助力产业进一步规范化运营并加速整合。
- **佩蒂股份: 首家宠物食品行业上市公司, 宠物健康食品专业生产商。**公司是专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售的高新技术企业, 主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、可食用鸟食及小动物玩具、烘焙饼干等。2017 年实现营业收入 6.3 亿元, 在宠物零食咬胶生产企业中处于领先地位。**基于现状展望未来:**

1) 短期: 外销持续强劲, 保持稳定增长。目前公司业务仍以 ODM 为主, 短期来看 增长一方面来源于在现有客户中份额的持续提升。以公司第一大客户 Spectrum Brands 为例, Spectrum 的宠物用品业务在 2016 年收入达到 55.1 亿元, 而佩蒂出口到 Spectrum 的商品额仅为 2.04 亿元, 占比为 3.7%; 以美国宠物服务行业龙头 PetSmart 为例, 2015 年 PetSmart 宠物行业收入约为 410 亿人民币, 其中, 销售宠物用品约占 80%, 而采购自佩蒂股份的商品额仅为 1,214 万元。另一方面增长来源于继续拓展新客户。从公司客户情况来看, 2015 年 PetSmart 进入公司前五大客户, 2016 年 PET AT HOME LTD 进入前五大。随着公司海外业务竞争优势的不断提升, 再加上上市后背书的增强, 有望进一步拓展海外市场, 新增客户渠道。

2) 中期: 加强自主品牌建设, 内销接力增长。目前公司拥有自主品牌 PEIDI、Meatyway、禾仕嘉、贝家、爱康。上市前公司将重心主要放在海外市场, 并以 ODM 业务为主, 因此内销业务鲜有贡献, 2016 年实现 2,012 万元, 同比增长 95%。如今公司成功上市, 又赶上中国宠物经济高速发展的黄金时期, 公司将投入更多精力在内销市场的开拓以及自主品牌的建设上。我们认为, 外来品牌的宠物食品与国内龙头生产的宠物食品在品质上没有太大差别, 国外品牌目前的优势主要来自于长期培养的品牌认知。国内品牌在销售渠道、原材料、人力等方面都具备明显的优势, 为国产品牌的发展奠定了坚实的基础。因此, 从中期发展上我们认为公司作为本土首家宠物食品上市公司, 有望在行业快速发展的过程中, 获得较高的市场份额, 并提升品牌知名度。

3) 长期: 沿产业链布局, 打造宠物经济生态圈。公司自成立以来, 一直深耕宠物食品行业。宠物食品作为宠物的生存需求, 是最先爆发的宠物产业, 随着宠物行业的发展, 宠物医疗和宠物服务的重要性将会逐渐凸显。中国的宠物行业结构相对美国, 尚处于早期阶段。参考美国最大的综合性宠物服务商 **Petsmart** 的发展路径, 我们认为, 公司有望以宠物食品商为发展起点, 充分利用品牌和资本优势, 横向拓展产品品类, 纵向延长产业链, 打造宠物经济生态圈。公司作为国内首家上市宠物食品企业, 有望先一步开启产业链整合, 形成集群化竞争优势, 增强盈利能力, 受益行业转型。

- **盈利预测与投资评级:** 我们认为公司产品竞争力逐步增强, 产品结构不断调整, 而随着产能的逐步投放, 销售也快速增长。与此同时, 综合考虑到公司前期公告限制性股票激励授予后可能产生的费用, 我们预计 2018-2020 年净利润分别为 1.49 亿元、2.10 亿元、2.96 亿元, 同比增长 40.1%、41.0%、40.7%, EPS 分别为 1.22/1.72/2.42 元/股, 对应 PE 为 36/25/18X。公司作为 A 股首家宠物食品行业上市公司, 具备一定的稀缺性, 在行业快速发展的预期下成长路径清晰, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动带来毛利率的波动; 内销市场的拓展带来费用率的提升; 汇率波动; 贸易战影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	372	747	909	1213	1839
现金	187	209	156	111	204
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	116	156	202	295	436
其它应收款	5	5	7	10	15
存货	56	89	121	179	269
其他	8	289	423	618	915
非流动资产	186	239	258	276	292
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	128	156	180	202	222
无形资产	39	38	35	31	28
其他	19	45	44	43	42
资产总计	559	985	1167	1489	2131
流动负债	165	132	183	339	749
短期借款	20	0	0	81	374
应付账款	128	104	155	229	345
预收账款	0	1	2	3	5
其他	17	26	26	26	26
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	165	132	183	339	749
股本	60	80	122	122	122
资本公积金	209	581	581	581	581
留存收益	121	189	277	442	675
少数股东权益	3	3	4	4	4
归属于母公司所有者权益	390	850	980	1145	1378
负债及权益合计	559	985	1167	1489	2131

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	77	31	11	(34)	(92)
净利润	80	106	149	210	296
折旧摊销	15	16	19	21	22
财务费用	1	11	8	9	7
投资收益	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(18)	(98)	(173)	(290)	(442)
其它	0	0	12	20	29
投资活动现金流	55	(338)	(37)	(37)	(37)
资本支出	(12)	(70)	(41)	(41)	(41)
其他投资	67	(268)	4	4	4
筹资活动现金流	(31)	339	(27)	27	223
借款变动	19	20	0	81	293
普通股增加	0	20	42	0	0
资本公积增加	3	372	0	0	0
股利分配	(61)	(61)	(61)	(45)	(63)
其他	9	(13)	(8)	(9)	(7)
现金净增加额	102	32	(53)	(45)	93

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	551	632	926	1351	1999
营业成本	388	396	592	873	1313
营业税金及附加	4	4	6	8	13
营业费用	18	23	43	61	90
管理费用	59	74	109	159	235
财务费用	(9)	13	8	9	7
资产减值损失	2	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	88	123	173	245	345
营业外收入	4	2	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	91	124	174	245	346
所得税	10	17	25	35	50
净利润	80	106	149	210	296
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	106	149	210	296
EPS (元)	0.66	0.87	1.22	1.72	2.42

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	11%	15%	47%	46%	48%
营业利润	32%	40%	41%	41%	41%
净利润	38%	32%	40.1%	41.0%	40.7%
获利能力					
毛利率	29.5%	37.3%	36.1%	35.4%	34.3%
净利率	14.6%	16.8%	16.1%	15.5%	14.8%
ROE	20.6%	12.5%	15.2%	18.3%	21.5%
ROIC	16.9%	13.6%	15.7%	17.6%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	29.6%	13.4%	15.7%	22.8%	35.1%
净负债比率	3.6%	0.0%	0.0%	5.4%	17.5%
流动比率	2.3	5.7	5.0	3.6	2.5
速动比率	1.9	5.0	4.3	3.0	2.1
营运能力					
资产周转率	1.0	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	7.5	5.5	5.6	5.8	5.9
应收帐款周转率	5.8	4.7	5.2	5.4	5.5
应付帐款周转率	3.4	3.4	4.6	4.5	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.66	0.87	1.22	1.72	2.42
每股经营现金	0.63	0.26	0.09	-0.28	-0.76
每股净资产	3.20	6.97	8.04	9.39	11.30
每股股利	0.50	0.50	0.37	0.52	0.73
估值比率					
PE	65.8	49.8	35.5	25.2	17.9
PB	13.6	6.2	5.4	4.6	3.8
EV/EBITDA	33.3	20.7	15.4	11.2	8.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

赵美娟，武汉大学金融工程硕士，2017 年加盟招商证券，从事中小市值研究。

雷轶，中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。