

公司研究/首次覆盖

2017年08月04日

农林牧渔/饲料 II

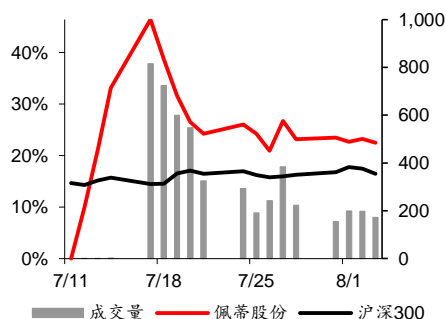
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 39.41  
合理价格区间(元): 39.60-46.20

**许奇峰** 执业证书编号: S0570517020001  
研究员 010-56793956  
xuqifeng@htsc.com

**冯鹤** 021-28972251  
联系人 fenghe@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

# 行路致远，宠食新贵展帆起航

## 佩蒂股份(300673)

### 市场拓展叠加品类扩张，公司进入发展快车道

公司深耕咬胶市场，咬胶是公司收入、利润主要来源，2016年两者占比均超90%。公司产品以出口为主，采用ODM模式与国外知名品牌商、零售超市、宠物产品专卖店合作，近几年海外收入贡献均在九成以上。随着欧美发达国家宠物零食市场销售规模增速放缓，我们认为未来单个宠物零食类企业已经较难通过海外市场的整体性机会获得快速成长，未来更多是通过市场份额的提升、新兴市场的拓展来实现零食业务的增长。此外，公司还可以通过品类的横向拓展（丰富零食类产品结构，尤其是高毛利产品）和纵向延伸（逐步向主粮市场渗透）快速成长。

### 宠物食品：破局外资重围，本土厂家进入品牌发力期

全球宠物食品市场主要由美国玛氏、雀巢普瑞纳以及高露洁希尔思三大宠物食品巨头所占据，2016年三家公司宠物食品的全球市占率高达45%。国内情况亦是如此，外资品牌在国内市占率超过50%，且主要定位中高端市场。由于品牌意识不强，国产宠物食品大多定位于低端市场，且单品牌市占率不足10%。随着国内宠物市场的快速增长，国内宠物食品也将迎来发展机遇，本土品牌迎突围良机。根据Mintel的调研，消费者在购买宠物食品时，品牌忠诚度并不高，因此我们认为，未来专注于提升产品品质、顺应消费升级趋势，本土宠物食品企业存在提升市场份额的可能。

### 募投项目：扩产提效，完善国内营销服务网络

公司公开发行人股票募集资金4.5亿元，用于“年产3000吨畜皮咬胶技改项目”、“年产2500吨植物咬胶、500吨营养肉质零食生产线项目”、“研发中心升级改造项目”、“营销与服务网络建设项目”及“补充流动资金项目”。随着公司产品销售规模的稳步增长以及国际、国内宠物食品市场需求层次的深化，公司通过本次募投项目可进一步提高生产能力、研发水平。此外，公司还运用本次募集的资金加强国内营销服务网络的建设，为进军国内宠物食品市场做好准备。

### “市场拓展+品类扩张”双引擎，首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司2017-19年净利润1.06亿元、1.29元、1.41亿元，EPS（摊薄）分别为1.32元、1.62元、1.77元。佩蒂主要从事宠物食品的研发、生产与销售，但国内A股市场上暂无同类型上市公司，我们挑选A股中同属“农副产品加工业”的饲料类上市公司作为可比公司（17年估值平均水平19倍左右），综合考虑国内宠物行业较大的成长空间以及公司“立足海外市场，培育国内市场”、“立足零食市场，进军主粮市场”的战略布局，给予公司17年30-35倍估值水平，对应17年目标价39.60-46.20元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：汇率波动风险，海外经营风向。

### 公司基本资料

总股本(百万股)	80.00
流通A股(百万股)	20.00
52周内股价区间(元)	32.17-47.10
总市值(百万元)	3,153
总资产(百万元)	572.71
每股净资产(元)	5.05

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	497.40	550.57	638.95	799.39	951.44
+/-%	25.15	10.69	16.05	25.11	19.02
归属母公司净利润(百万元)	58.22	80.37	105.58	129.43	141.27
+/-%	106.79	38.05	31.38	22.58	9.15
EPS(元, 最新摊薄)	0.73	1.00	1.32	1.62	1.77
PE(倍)	54.16	39.23	29.86	24.36	22.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

市场拓展叠加品类扩张，公司进入发展快车道 .....	4
深耕咬胶类宠物零食市场，ODM模式下海外营收九成以上 .....	5
成长路径—市场拓展加速主业增长，品类扩张打开成长空间 .....	7
宠物食品：破局外资重围，本土厂家进入品牌发力期.....	10
外延整合促成长，外资品牌领风骚 .....	10
进口替代迎窗口红利，本土品牌后发制人 .....	12
募投项目：扩产提效，完善国内营销服务网络 .....	14
盈利预测与投资建议 .....	15
风险提示 .....	17
PE/PB – Bands .....	17

## 图表目录

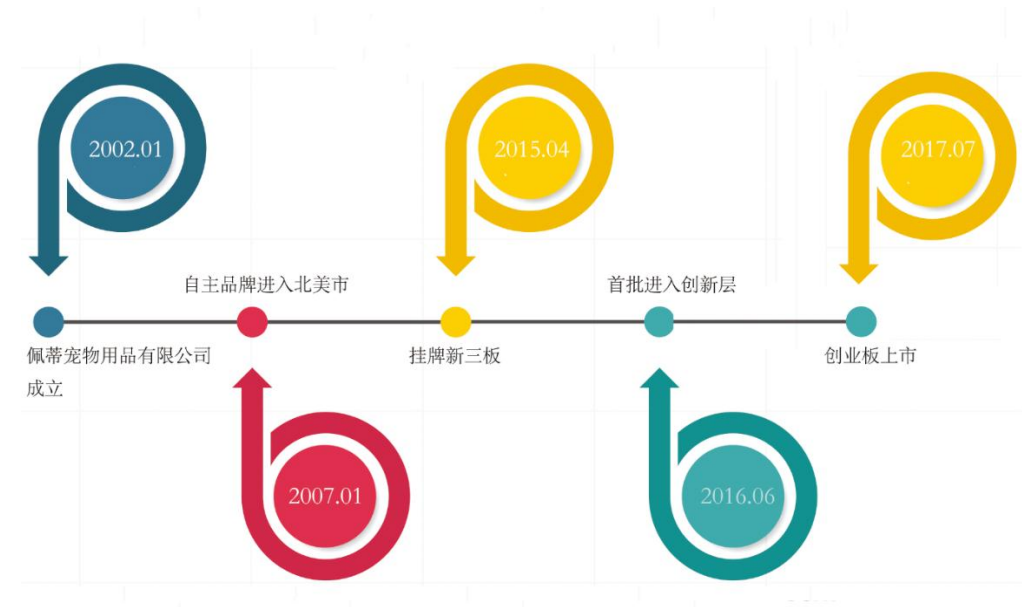
图表 1： 公司发展历程.....	4
图表 2： 2013~16 年，佩蒂股份收入复合增速 12.40%.....	4
图表 3： 2013~16 年，佩蒂股份净利润复合增速 45.69%.....	4
图表 4： 佩蒂股份股权结构（截至 2017 年 6 月 28 日） .....	5
图表 5： 2015、16 年，公司植物咬胶销量增长幅度较大.....	5
图表 6： 2015、16 年人民币兑美元贬值 .....	5
图表 7： 2013~16 年，佩蒂股份收入结构 .....	6
图表 8： 2013~16 年，佩蒂股份毛利结构 .....	6
图表 9： 2013~16 年，佩蒂股份咬胶类零食产品收入贡献 93%以上 .....	6
图表 10： 2013~16 年，佩蒂股份咬胶类零食产品毛利贡献 94%以上 .....	6
图表 11： 宠物零食是宠物食品的细分行业.....	6
图表 12： 咬胶类零食产品已发展五代.....	6
图表 13： 公司主要客户、ODM 品牌及销售区域 .....	7
图表 14： 2014~16 年，佩蒂股份海外收入占比均在 90%以上 .....	7
图表 15： 外销收入中，ODM 模式占比 90%以上 .....	7
图表 16： 目前，佩蒂股份海外市场自主品牌仅在加拿大销售.....	7
图表 17： 2014~16 年，雀巢宠物食品销售规模及增速.....	8
图表 18： 2014~16 年，Spectrum Brands 宠物食品销售规模及增速 .....	8
图表 19： 2014~16 年，佩蒂股份前五大客户合计采购比例.....	8
图表 20： 2016 年，佩蒂股份前五大客户采购比例 .....	8
图表 21： 2014~16 年，佩蒂股份前五大客户构成情况.....	8
图表 22： 市场份额提升路径：客户（渠道）→品牌→并购 .....	9
图表 23： 佩蒂股份国内市场拓展规划.....	9
图表 24： 生牛皮等原辅材料占生产成本的比例 75%左右 .....	9

图表 25: 全球宠物市场三分天下 (2016 年) .....	10
图表 26: 2016 年美国、欧洲、中国宠物食品支出比例.....	10
图表 27: 2015 年, 全球宠物食品零售市场销售区域分布 .....	10
图表 28: 2016 年, 雀巢、品谱、玛氏、高露洁宠物食品全球市占率 .....	11
图表 29: 外资品牌在国内宠物食品市场份额超过 50% .....	11
图表 30: 全球三大宠物食品公司业务发展历程 .....	11
图表 31: 宠物食品分类.....	12
图表 32: 2005~15 年, 我国宠物食品主要产品结构 .....	12
图表 33: 2016 年猫类食品零售份额占比 .....	12
图表 34: 2016 年犬类食品零售份额占比 .....	12
图表 35: 佩蒂股份募投项目情况 .....	14
图表 36: 佩蒂股份畜皮咬胶产能处于满产状态 .....	14
图表 37: 佩蒂股份植物咬胶产能接近满产状态 .....	14
图表 38: 佩蒂股份产能情况 .....	14
图表 39: 公司营业收入分拆 .....	15
图表 40: 饲料类可比公司估值情况 (Wind 一致预测, 2017 年 8 月 3 日) .....	16
图表 41: 佩蒂股份历史 PE-Bands .....	17
图表 42: 佩蒂股份历史 PB-Bands .....	17

## 市场拓展叠加品类扩张，公司进入发展快车道

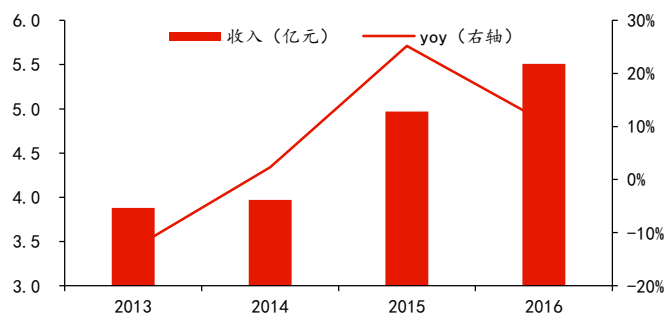
佩蒂股份是一家专业从事营养保健型、功能型宠物食品的研发、生产和销售的高新技术企业，成立于02年1月，经过十余年发展，于15年4月挂牌新三板，16年6月进入创新层，17年5月IPO首发申请通过，同年7月登陆创业板。目前，公司产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、可食用鸟食及小动物玩具、烘焙饼干等，以出口为主（96%以上，2016年）。2016年，公司实现营业收入5.51亿元，净利润8036.61万元，近4年复合增速分别为12.40%、45.69%。

图表1：公司发展历程



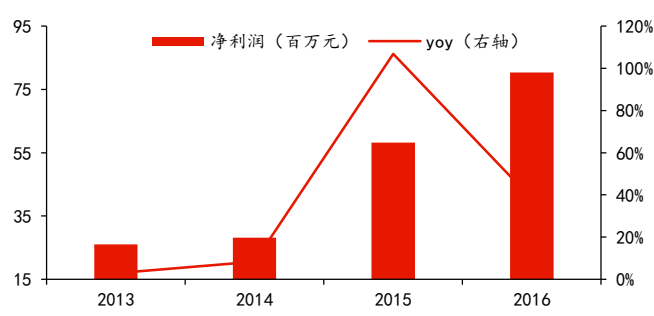
资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

图表2：2013~16年，佩蒂股份收入复合增速12.40%



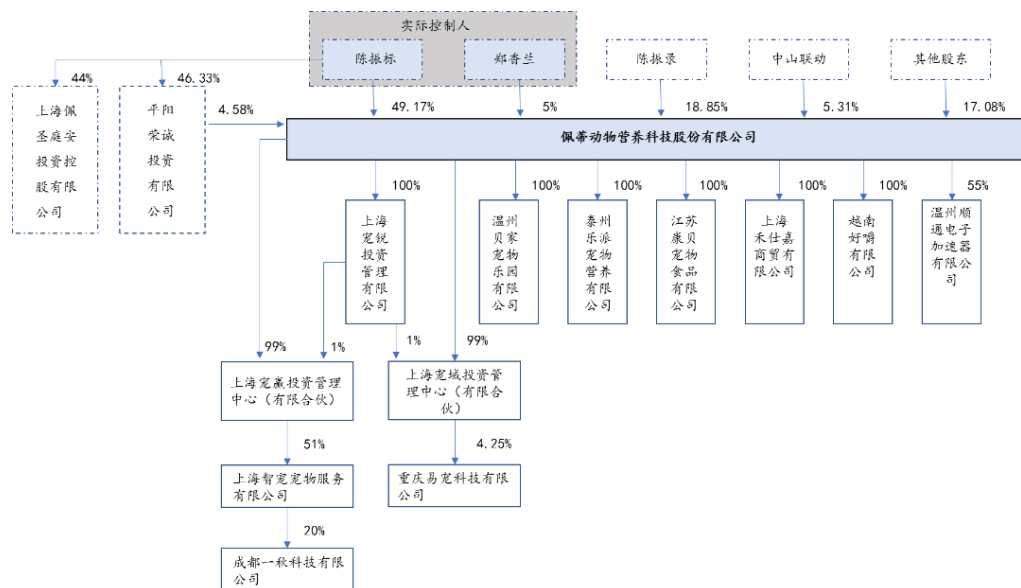
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：2013~16年，佩蒂股份净利润复合增速45.69%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

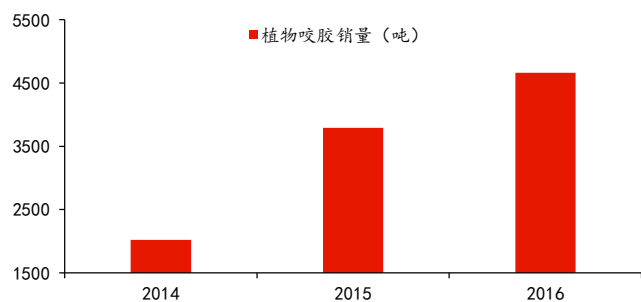
图表4：佩蒂股份股权结构（截至2017年6月28日）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

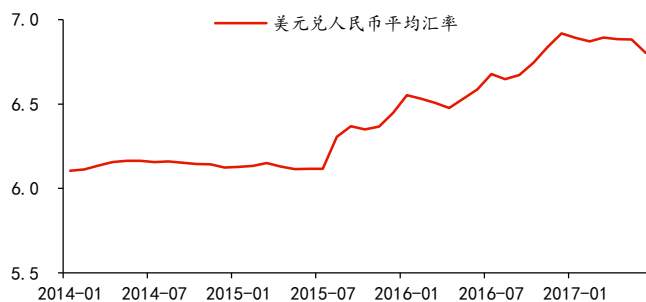
2015年后，公司收入、利润均有较大幅度的增长，尤其是2015年，两项指标同比涨幅分别达到了25.19%、106.82%（扣除投资收益影响，2015年公司收入增量和利润增量匹配）。我们认为，主要原因是2015年公司全资子公司越南好嚼植物咬胶生产线投产，导致植物咬胶销量同比大幅增加。此外，由于公司产品主要以出口为主，人民币兑美元贬值也是影响因素。

图表5：2015、16年，公司植物咬胶销量增长幅度较大



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2015、16年人民币兑美元贬值

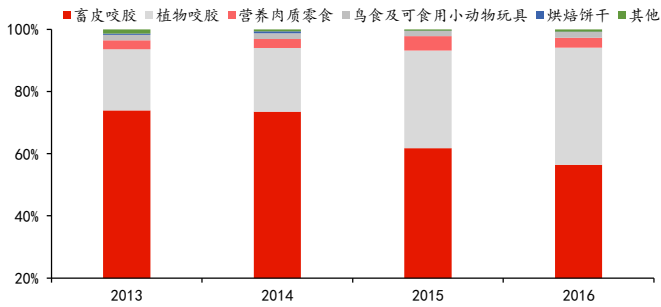


资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

### 深耕咬胶类宠物零食市场，ODM模式下海外营收九成以上

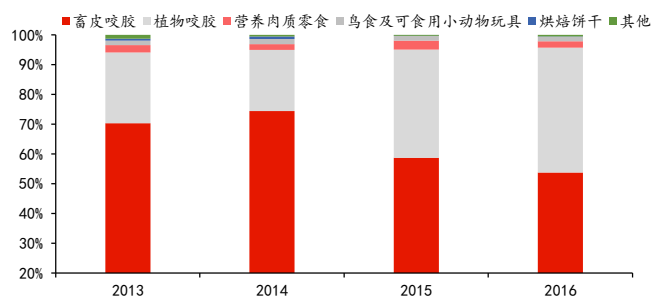
从招股说明书的披露来看，目前公司经营定位于宠物零食市场，其中又以咬胶类零食市场为主。2013~16年公司咬胶类零食产品收入、利润贡献度均在93%以上，2016年分别达到了94.12%、95.69%。咬胶类零食产品发展至今，经历了纯牛皮的第一代，度过了“牛皮夹肉”的第二代，目前已经发展至第五代动物纤维与植物纤维混合咬胶，其中佩蒂的咬胶类零食产品以第二代的畜皮咬胶和第三代的植物咬胶为主。（产品归类因素，佩蒂将生产的第四代动物纤维混合咬胶归入畜皮咬胶，第五代咬胶归入植物咬胶）

**图表7：2013~16年，佩蒂股份收入结构**



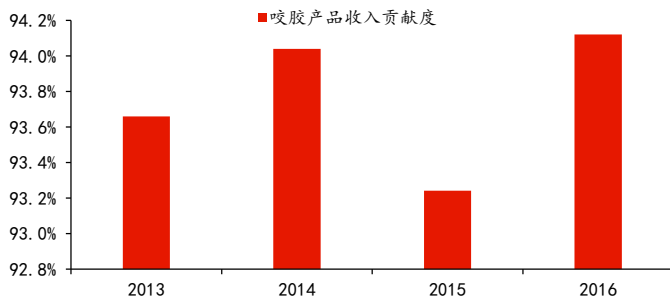
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表8：2013~16年，佩蒂股份毛利结构**



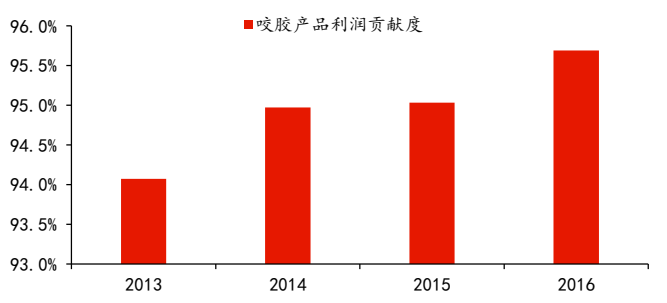
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表9：2013~16年，佩蒂股份咬胶类零食产品收入贡献93%以上**



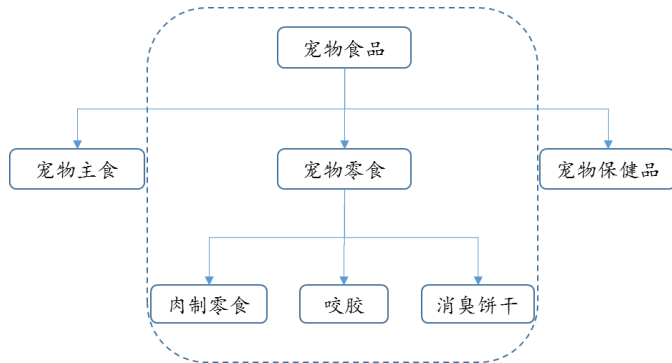
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表10：2013~16年，佩蒂股份咬胶类零食产品毛利贡献94%以上**



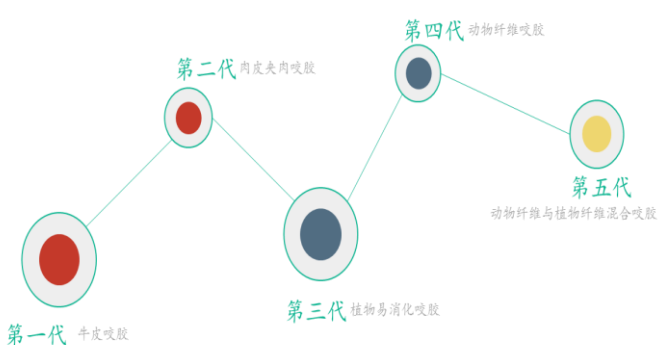
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表11：宠物零食是宠物食品的细分行业**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表12：咬胶类零食产品已发展五代**



资料来源：华泰证券研究所

宠物主粮产量大、流程复制性好，机械化生产优势大，美欧等国家具有较强的成本优势；而宠物零食产品种类多，工艺流程各异，生产和销售具有小批量多批次的特点(耗费人工)，与发达国家相比，国内企业生产该类产品在出口贸易中具有明显的原材料及人工成本优势，并且由于欧美国家宠物产业成熟度高，品牌形象相对固化，新进品牌的营销成本和风险相对较高，基于此，国内企业大多采用 ODM/OEM 模式与国外品牌商合作。

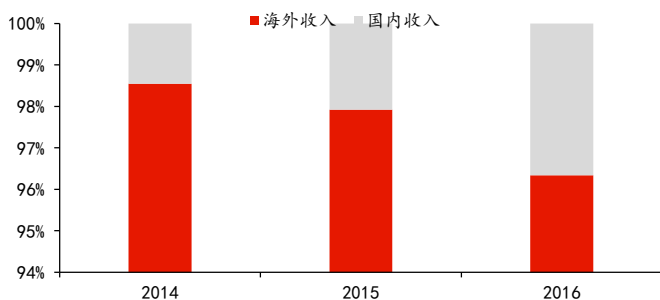
佩蒂生产的产品以出口为主，少量在国内销售。1) 出口方面，公司采用 ODM 模式与国外知名品牌商 (Spectrum Brands 等)、零售超市 (Walmart)、宠物产品专卖店 (PetSmart) 合作，产品主要出口到美国、欧盟、加拿大等国家和地区，2014~16 年海外收入贡献均维持在九成以上；2) 在国内市场，公司主要通过宠物实体店、电商平台销售自主品牌产品及经授权的外国品牌产品，但是受国内市场培育尚不充分的影响，2014~16 年国内收入贡献均不足 5%。

图表13: 公司主要客户、ODM品牌及销售区域

客户名称	主要 ODM 品牌	主要销售区域
SPECTRUM BRANDS	Dingo	美国、加拿大、德国
PetMatrix LLC	SmartBones、DreamBone	美国、英国、德国
WAL-MART STORES INC.	EXERHIDE、HOLIDAY TIME	美国
PetSmart INC.	Dentley's	美国
PETS AT HOME LTD.	PETS AT HOME	美国
ARMITAGES PET PRODUCTS LTD	GOODBOY	英国

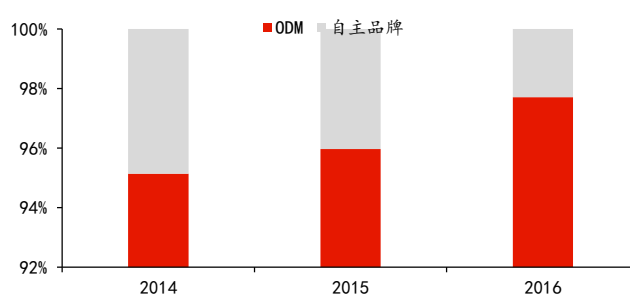
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所, 注, 17年4月, Spectrum Brands 收购 PetMatrix, 佩蒂前两大客户整合为一家

图表14: 2014~16年, 佩蒂股份海外收入占比均在90%以上



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表15: 外销收入中, ODM模式占比90%以上

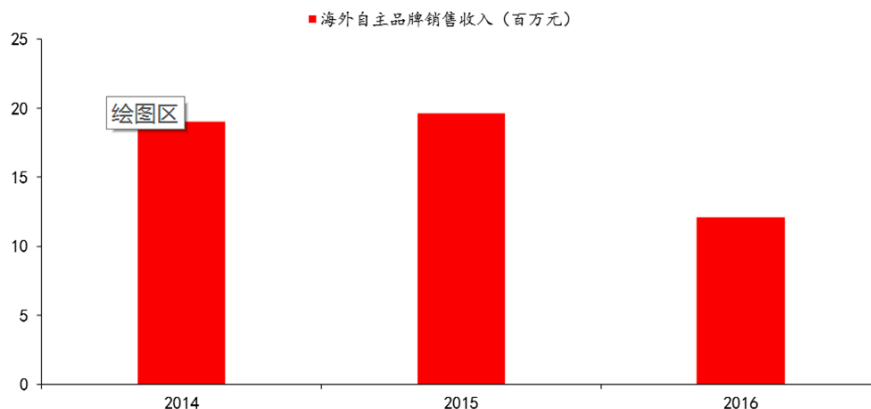


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表16: 目前, 佩蒂股份海外市场自主品牌仅在加拿大销售

国家  
加拿大

自主品牌  
PEIDI、MEATYWAY

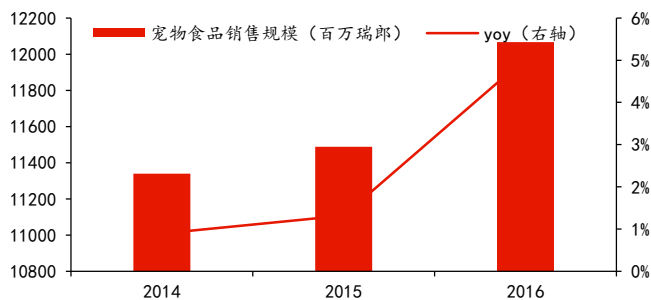


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 成长路径—市场拓展加速主业增长, 品类扩张打开成长空间

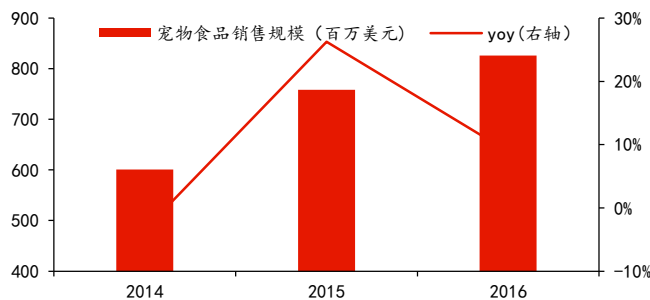
宠物食品行业终端销售相对集中(雀巢、玛氏两家宠物食品市场份额超过40%), 并且终端销售商均有较为严格的供应商认定体系, 在选择供应商时会综合考虑产品品质、价格、生产规模等多方面的因素, 且一经选定, 双方会保持持续稳定的合作。经过多年发展, 佩蒂已与 Spectrum Brands 等品牌商以及沃尔玛、PetSmart 等零售终端建立了长期稳定的合作关系, 积累了丰富的交往经验, 并深谙当地的消费习惯, 海外渠道经营相对成熟。未来公司将凭借多年的积累, 在稳定现有客户的基础上继续进行海外客户的延伸拓展, 助力业绩加速增长。

**图表17: 2014~16年, 雀巢宠物食品销售规模及增速**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

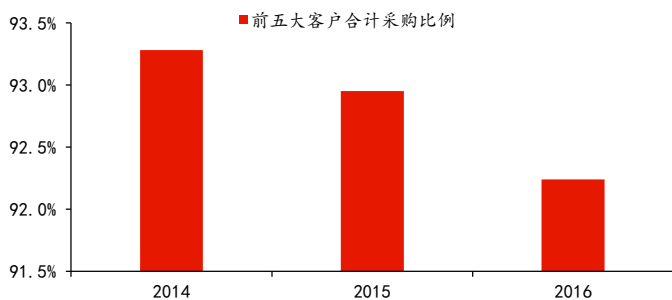
**图表18: 2014~16年, Spectrum Brands 宠物食品销售规模及增速**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

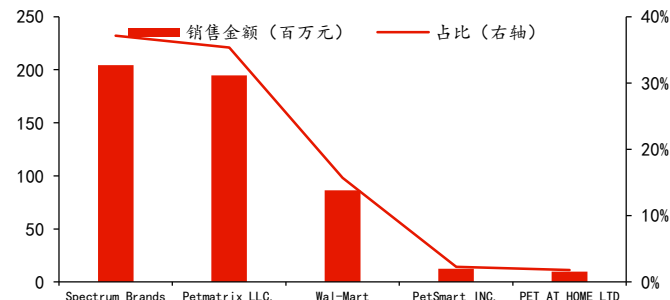
客户方面, 佩蒂现有客户都相对稳定, 2014~16年公司对前五大客户的销售比例分别为93.28%、92.95%和92.24%。从客户构成上看, 公司前三大客户稳定性强, 2014~16年Spectrum Brands、Wal-Mart、Petmatrix一直占据着公司客户的前三个席位。

**图表19: 2014~16年, 佩蒂股份前五大客户合计采购比例**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表20: 2016年, 佩蒂股份前五大客户采购比例**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表21: 2014~16年, 佩蒂股份前五大客户构成情况**

序号	2014	2015	2016
1	Spectrum Brands	Spectrum Brands	Spectrum Brands
2	Wal-Mart	Petmatrix	Petmatrix
3	Petmatrix	Wal-Mart	Wal-Mart
4	Salix Animal Health (15年被 Spectrum Brands 收购)	PetSmart	PetSmart
5	Armitages Pet Products	Salix Animal Health	PET AT HOME

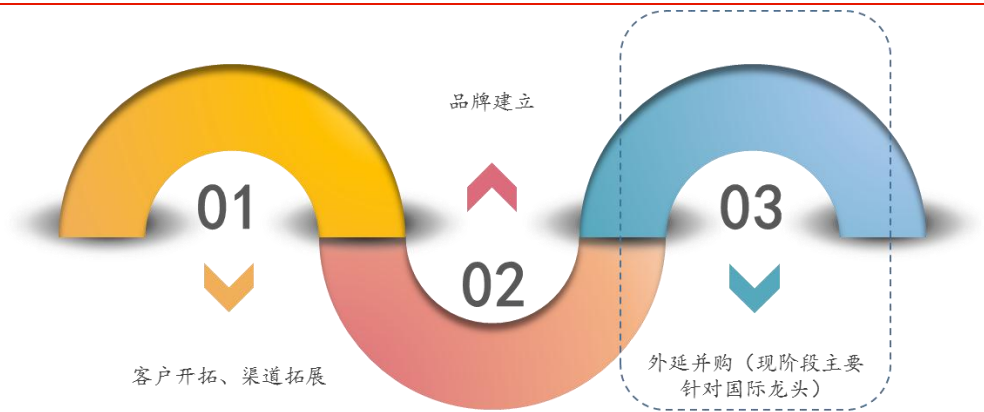
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

根据 Mintel 统计, 目前欧美发达国家宠物零食市场销售规模增速已有放缓趋势, 尤其是美国、欧盟等主要宠物食品国家 (增速已经低于5%), 宠物零食在这些国家的渗透率已经超过85%。但是我国宠物零食市场正处于前期培育阶段, 宠物零食渗透率尚不足5%, 未来仍有较大成长空间。因此, 我们认为, 未来单个 (宠物零食类) 企业已经较难通过海外市场的整体性机会获得快速成长, 未来更多是通过 (海外) 市场份额的提升、新兴市场 (比如国内) 的拓展来实现零食业务的增长。

在国内, 目前佩蒂已经通过宠物实体店、电商平台开展产品销售活动, 并与天猫、京东、1号店、亚马逊等电商平台签订合作协议。未来公司将在海外市场稳中有进的基础上, 深度开发国内市场, 提升国内销售在公司销售组合中的比例。



图表22: 市场份额提升路径: 客户(渠道)→品牌→并购



资料来源: 华泰证券研究所

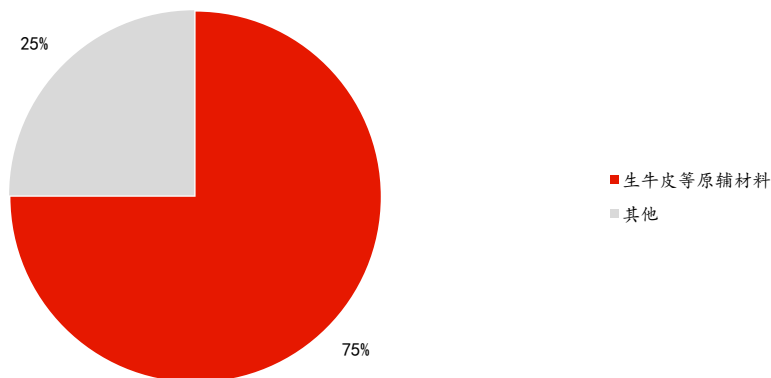
图表23: 佩蒂股份国内市场拓展规划

市场拓展计划	介绍
营销体验旗舰店	在上海、北京与广州三个全国重点城市建设集宠物食品市场营销、宠物饲养辅导培训、企业展示宣传等功能于一体的营销体验旗舰店,进一步挖掘公司营销与服务的广度和深度。利用北京、上海与广州三个重点城市的中心辐射作用进行产品营销和公司品牌推广,为目标客户提供产品介绍、兴趣交流、辅导培训、综合咨询等多元化的专业服务,增强公司的业务推广能力和营销服务水平,提高公司的知名度和影响力。
企业信息化	以温州总部为中心,实现公司在客户资源管理、财务管理、人力资源管理、内销仓库管理、日常办公等多方面的信息化,提高公司营销和管理过程的信息化程度,增强公司的整体运营效率;建立公司自有的官方电子商务平台进行宠物食品的线上直销,保证产品营销过程高质量、高效率的完成,为公司开拓国内市场提供渠道支持。
营销推广	聘请宠物培训师自主举办各种宠物行为训练讲座;参与国际、国内的各种宠物展会和宠物大赛活动,进行产品推广和市场开发。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

除进行市场的拓展外,佩蒂还可以通过品类的横向拓展和纵向延伸快速成长。1) 横向拓展,完善现有零食产品结构(植物咬胶占比提升),提高高毛利产品比重,进而提升公司的盈利能力。此外,宠物咬胶是供宠物狗食用的一种高蛋白肉食营养品,主要由牛皮、鸡肉和其他一些成分构成,扩展性强,通过不断地优化工艺、改善配方,咬胶产品可以实现对部分肉类零食,甚至主粮的替代。2) 纵向延伸,切入主粮市场。

图表24: 生牛皮等原辅材料占生产成本的比例 75%左右



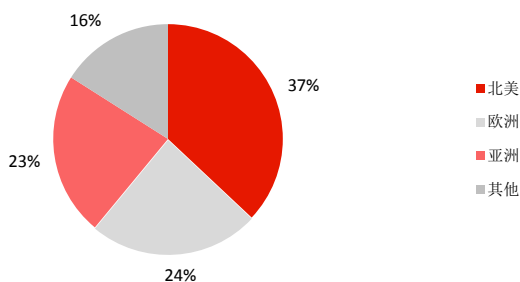
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 宠物食品：破局外资重围，本土厂家进入品牌发力期

### 外延整合促成长，外资品牌领风骚

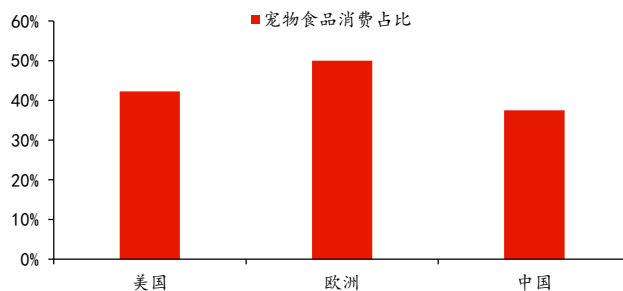
在全球宠物市场中，北美、欧洲和亚洲三分天下，其中北美是全球最大的宠物市场，约占全球宠物市场规模的 37%，其次是欧洲，约占 24%，亚洲紧随其后，占比 23%。三大市场中，宠物食品支出均为第一大消费支出，2016 年美国宠物食品支出占比 42.29%，欧洲 50%左右，中国 37.46%。

图表25：全球宠物市场三分天下（2016年）



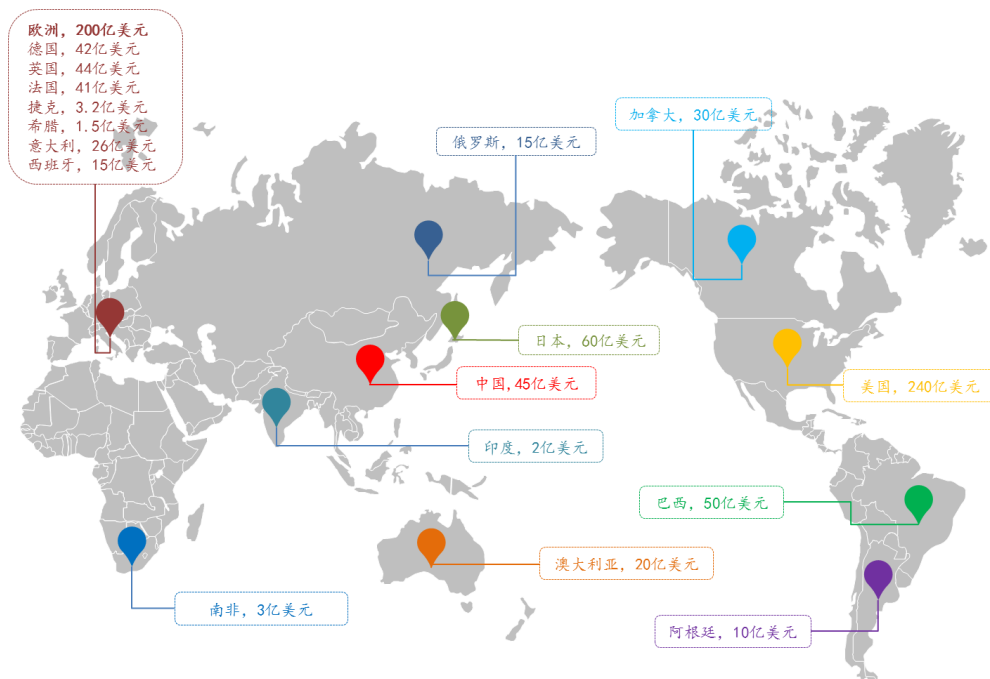
资料来源：APPA，华泰证券研究所

图表26：2016年美国、欧洲、中国宠物食品支出比例



资料来源：APPA，华泰证券研究所

图表27：2015年，全球宠物食品零售市场销售区域分布

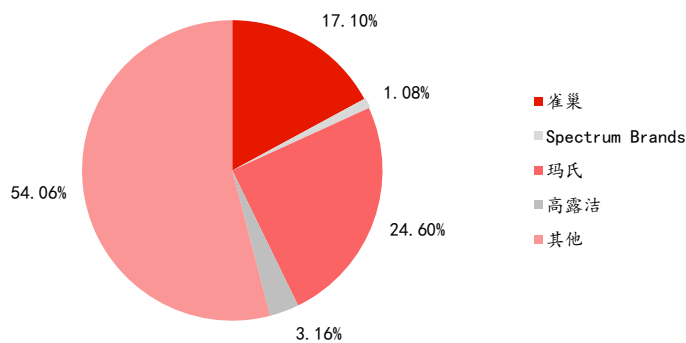


资料来源：Gfk，华泰证券研究所

目前，全球宠物食品市场主要由美国玛氏、雀巢普瑞纳以及高露洁希尔思三大宠物食品巨头所占据，2016年三家公司宠物食品的全球市占率高达 45%。国内情况亦是如此，外资品牌在国内市占率超过 50%。

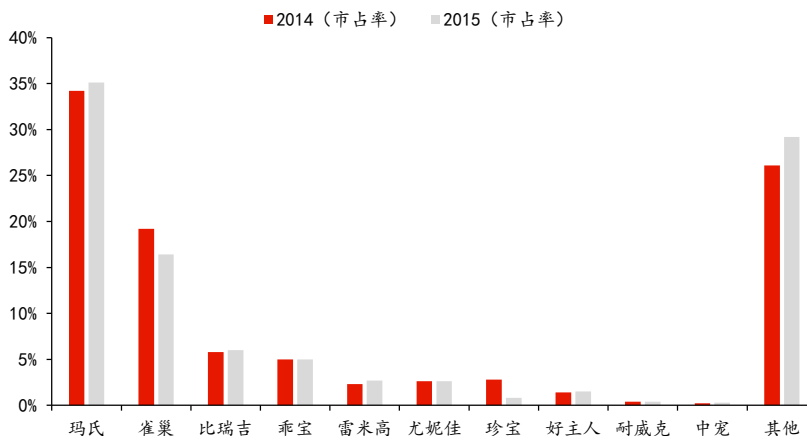
国际宠物食品企业巨头的成长离不开外延扩张，通过持续的并购，获取成熟的销售渠道和品牌，实现市场份额的快速提升。比如玛氏（MARS），目前拥有美国宠物食品行业约 1/4 的市场份额，先后通过并购皇家以及保洁的宠物食品业务，取得了欧誉、皇誉、爱慕斯、优卡等多个全球知名品牌。

图表28： 2016年，雀巢、品谱、玛氏、高露洁宠物食品全球市占率



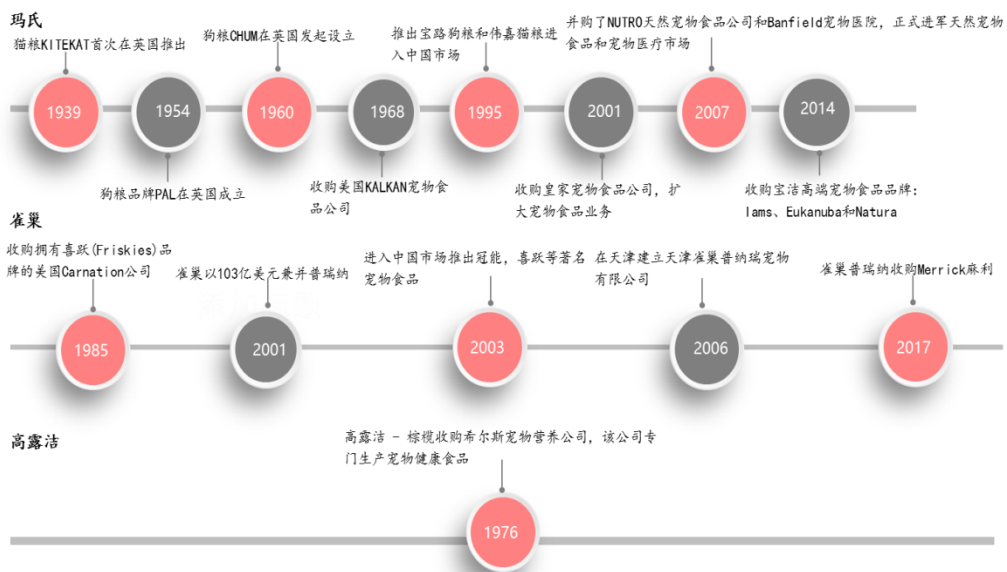
资料来源：APPA，华泰证券研究所

图表29： 外资品牌在国内宠物食品市场份额超过50%



资料来源：Mintel，华泰证券研究所

图表30： 全球三大宠物食品公司食品业务发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华泰证券研究所

## 进口替代迎窗口红利，本土品牌后发制人

我国宠物食品行业结构已经相对完善，按照功能划分，常见的有宠物主食（干粮&湿粮）、宠物零食和宠物营养品三类。宠物主食主要是用来提供宠物日常维持体能的能量和营养成分，宠物零食主要用来吸引宠物的注意力或者调解宠物口味，帮助主人加深与宠物之间的感情，宠物营养品是额外给宠物补充某种营养物质的食品。根据我们草根了解，国内宠物食品市场分布不均衡，呈现北方大于南方，东部高于西部的特点。北方地区以京津为核心，这两个区域占北方市场一半以上，南方地区有长三角和珠三角两个重点区域，其中长三角市场占南方市场40%以上。

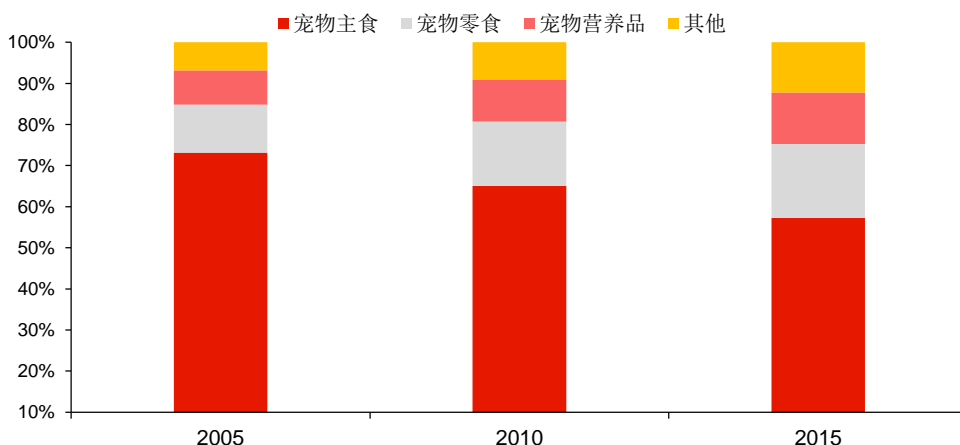
图表31：宠物食品分类

类别	简介
主食	按产品形态，可区分干粮和湿粮，主要为宠物提供最基础的营养保证
零食	肉干、咬胶、肉条和洁齿骨均属此类，核心作用是调节宠物饮食、增强宠物与宠物主之间的感情
保健品	帮助宠物的健康发育、成长，病患的辅助治疗手段

资料来源：《新消费内参》，华泰证券研究所

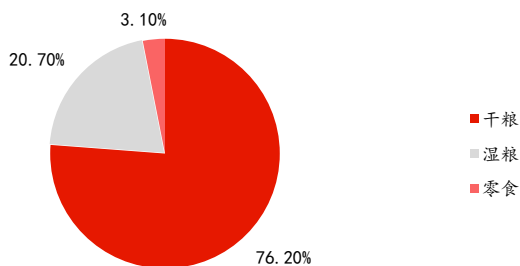
经过多年的市场培育，国内宠物主食已经逐步成为宠物饲养的必需品，目前超过一半以上的宠物食品被主食（主要是干粮）所占据，而国内宠物零食市场起步时间不久，消费者接受度还有待进一步提高。

图表32：2005~15年，我国宠物食品主要产品结构



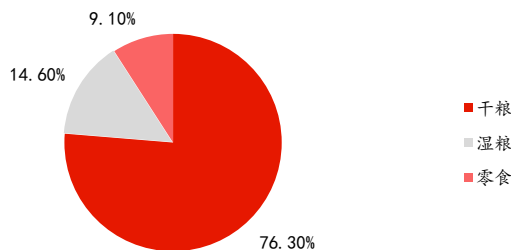
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33：2016年猫类食品零售份额占比



资料来源：GfK，华泰证券研究所

图表34：2016年犬类食品零售份额占比



资料来源：GfK，华泰证券研究所

目前国内市场上的宠物食品大多为舶来品,尤其是中高端产品。从上世纪90年代初开始,国外宠物食品开始陆续进入中国市场,由于当时国内宠物食品产业并不成气候,国外产品在推广过程中所遇到的竞争阻力相对较小。随着国内宠物食品市场的逐步打开,他们也成为了国内宠物食品饲喂理念的早期启蒙者,以至于后来国内本土品牌的涌现,但由于品牌意识不强,国产宠物食品大多定位于低端市场,且单品牌市占率不足10%。

当前,海外市场增长已回归常态,根据 Euromonitor International 统计,在过去五年中,全球宠物市场稳定增长(4%~5%)的引擎主要得益于新兴市场的快速成长。并且根据 Mintel 统计,美欧等主要宠物食品市场的零售额的增长率也已低于3%。当前国内宠物市场已具备启动条件(收入水平、社会结构、人口结构),但由于宠物产业链低端用户教育尚未完成,国内宠物产业也迟迟未迎来爆发期。未来随着养宠意识的不断渗透,国内宠物市场将会突破现有发展平台,步入快速发展期。

国内宠物市场的快速增长将吸引越来越多的产业资本进入,国内宠物食品也将迎来发展机遇,本土品牌迎突围良机。根据 Mintel 的调研,消费者在购买宠物食品时,品牌忠诚度并不高,仅有20%的消费者表示通常不会更换所购买的品牌。并且随着社区店、网络等新渠道的崛起以及新媒体对品牌观念尚未固化的宠物主心智的影响,外资品牌将面临越来越大的本土企业崛起带来的压力。未来专注于提升产品品质、顺应消费升级趋势(天然粮、无谷粮、冻干粮和脱水粮等),本土宠物食品企业存在提升市场份额的可能。

## 募投项目：扩产提效，完善国内营销服务网络

公司本次公开发行股票募集资金 4.5 亿元，用于“年产 3000 吨畜皮咬胶技改项目”、“年产 2500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目”、“研发中心升级改造项目”、“营销与服务网络建设项目”及“补充流动资金项目”。

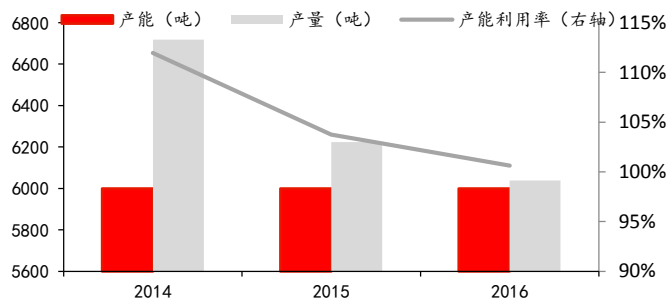
图表35：佩蒂股份募投项目情况

项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金金额（万元）	项目建设期
年产 3000 吨畜皮咬胶生产线技改项目	13078.00	13078.00	18 个月
年产 2500 吨植物咬胶、500 吨营养肉质零食生产线项目	10164.94	10164.94	18 个月
研发中心升级改造项目	3964.00	3964.00	12 个月
营销与服务网络建设项目	4617.48	4617.48	24 个月
补充流动资金项目	8000.00	8000.00	--

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

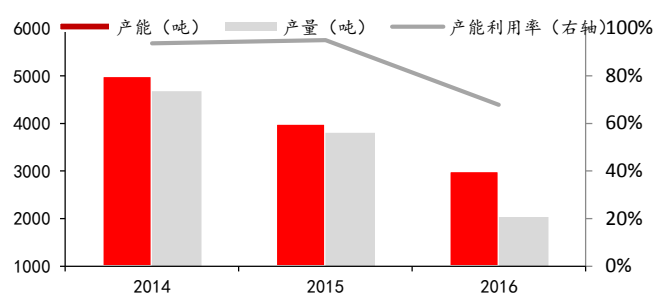
随着公司产品销售规模的稳步增长，近两年公司咬胶类产品已达满产状态。并且随着国际、国内宠物食品市场的发展，需求不断变化，下游市场对宠物食品的品种、质量要求也不断提高，公司有必要在现有生产基础上进一步提高生产能力、研发水平。

图表36：佩蒂股份畜皮咬胶产能处于满产状态



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表37：佩蒂股份植物咬胶产能接近满产状态



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38：佩蒂股份产能情况

产品	原有产能（吨）	计划新增产能（吨）	总产能（吨）
畜皮咬胶	6000	3000	9000
植物咬胶	5000	2500	7500
营养肉质零食	400	500	900

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

此外，公司还运用本次募集的资金加强国内营销服务网络的建设，为进军国内宠物食品市场做好准备，具体包括，宠物食品营销体验旗舰店和内销仓库的场地租赁和装修、公司信息化及官方电子商务平台的建设、硬件设备及软件购置、举办各种宣传讲座以及参加各类国际、国内宠物展会和宠物大赛等。

## 盈利预测与投资建议

核心假设, 1) 畜皮咬胶, 随着公司募投产能的逐步释放 (18 年一季度释放一部分), 畜皮咬胶销量增速在 2018、19 年有较快的提升, 预计 2017~19 年畜皮咬胶销量增速分别为 5.99%、19.51%和 19.55%;

2) 植物咬胶, 公司越南工厂产能利用率的进一步提高、新西兰工厂 (非募投项目, 预计 18 年初投产) 以及募投产能的释放, 植物咬胶销量增速在 2017~19 年均维持较高的增速, 预计 2017~19 年植物咬胶销量增速分别为 30.80%、30.92%和 15.79%;

3) 营养肉质零食, 随着募投产能的逐步释放, 预计 2017~19 年该产品销量的增速分别为 40.35%、50%和 50%;

4) 产品价格相对稳定, 公司产品价格随原料波动而同方向波动, 预计 2017~19 年主要原料价格相对稳定;

5) 毛利率水平稳定, 公司产品定价采取“成本加成”模式, 加成比例相对稳定 (类似饲料产品)。具体拆分如下表,

图表39: 公司营业收入分析

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>宠物食品</b>				
收入 (百万元)	549.78	638.20	798.59	950.54
国外收入比例	96.34%	95.53%	95.46%	95.39%
成本 (百万元)	387.44	447.90	560.08	667.93
毛利 (百万元)	162.34	190.30	238.50	282.61
毛利率	29.53%	29.82%	29.87%	29.73%
<b>1) 畜皮咬胶</b>				
销量 (吨)	6795.97	7203.22	8608.79	10291.96
yoy	9.44%	5.99%	19.51%	19.55%
销售均价 (万元/吨)	4.57	4.60	4.60	4.60
收入 (百万元)	310.61	331.00	395.62	473.01
成本 (百万元)	223.33	237.37	283.71	339.20
毛利 (百万元)	87.29	93.62	111.91	133.80
毛利率	28.10%	28.29%	28.29%	28.29%
<b>2) 植物咬胶</b>				
销量 (吨)	4660.83	6096.37	7981.21	9241.31
yoy	22.95%	30.80%	30.92%	15.79%
销售均价 (万元/吨)	4.45	4.38	4.38	4.38
收入 (百万元)	207.48	267.12	349.50	404.44
成本 (百万元)	139.21	179.05	234.28	271.12
毛利 (百万元)	68.27	88.07	115.22	133.31
毛利率	32.90%	32.97%	32.97%	32.96%
<b>3) 营养肉质零食</b>				
销量 (吨)	273.05	383.23	574.84	862.26
yoy	-23.97%	40.35%	50.00%	50.00%
销售均价 (万元/吨)	6.49	6.30	6.30	6.30
收入 (百万元)	17.73	24.13	36.19	54.29
成本 (百万元)	14.26	19.33	28.96	43.33
毛利 (百万元)	3.47	4.80	7.23	10.96
毛利率	19.57%	19.89%	19.99%	20.19%
<b>4) 鸟食及可使用小动物玩具</b>				
收入 (百万元)	10.79	12.50	13.60	14.70
成本 (百万元)	8.24	9.54	10.38	11.21
毛利 (百万元)	2.55	2.96	3.22	3.49
毛利率	23.67%	23.70%	23.71%	23.73%
<b>5) 烘焙饼干</b>				
收入 (百万元)	0.24	0.42	0.53	0.64
成本 (百万元)	0.17	0.29	0.36	0.42
毛利 (百万元)	0.07	0.13	0.17	0.22
毛利率	30.48%	31.00%	33.00%	34.00%
<b>6) 其他宠物食品</b>				
收入 (百万元)	2.92	3.03	3.15	3.47

	2016	2017E	2018E	2019E
<b>宠物食品</b>				
成本 (百万元)	2.24	2.32	2.40	2.64
毛利 (百万元)	0.68	0.71	0.75	0.83
毛利率	23.33%	23.50%	23.70%	23.90%
<b>其他</b>				
收入 (百万元)	0.73	0.75	0.80	0.90
成本 (百万元)	0.50	0.55	0.57	0.60
毛利 (百万元)	0.23	0.20	0.23	0.30
毛利率	31.51%	26.67%	28.75%	33.33%
毛利率	0.73	0.75	0.80	0.90

资料来源:《新消费内参》, 华泰证券研究所

我们预计公司 2017~19 年净利润 1.06 亿元、1.29 元、1.41 亿元, EPS (摊薄) 分别为 1.32 元、1.62 元、1.77 元。佩蒂主要从事宠物食品的研发、生产与销售, 但国内 A 股市场上暂无同类型上市公司。我们挑选 A 股中同属“农副产品加工业”的饲料类上市公司, 综合考虑国内宠物行业较大的成长空间以及公司“立足海外市场, 培育国内市场”、“立足零食市场, 进军主粮市场”的战略布局, 给予公司 17 年 30~35 倍估值水平, 对应 17 年目标价 39.60~46.20 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表40: 饲料类可比公司估值情况 (Wind 一致预测, 2017年8月3日)

证券代码	证券名称	最新股价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002548.SZ	金新农	10.67	0.67	0.80	0.82	15.87	13.28	12.95
002385.SZ	大北农	6.12	0.28	0.34	0.41	21.92	18.12	15.01
平均						18.90	15.70	13.98

资料来源: Wind, 华泰证券研究所



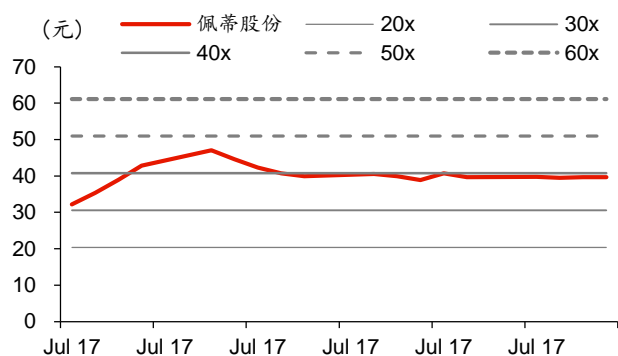
## 风险提示

汇率波动风险。佩蒂产品以出口为主，出口业务主要使用美元作为结算货币，近年来人民币对美元的汇率波动幅度较大，对公司出口产品的盈利能力产生不确定性影响。2014~16年，公司产生的汇兑损失分别为 22.68 万元、-1,155.04 万元和-896.15 万元，后续存在汇率大幅波动对公司经营业绩产生影响的风险。

海外经营风险。为积极拓展海外市场，整合国际优势资源，公司 2013 年 4 月投资设立越南好嚼有限公司。由于公司主要在境内经营，境外经营管理实践经验相对不足，海外经营人才尚需进一步补充，同时未来如果出现汇兑限制、东道国政府征收、战争及政治暴乱等情形会给公司带来投资损失，因此公司面临由于公司海外经营经验及人才储备不足、境外经营环境恶化导致的海外经营风险。

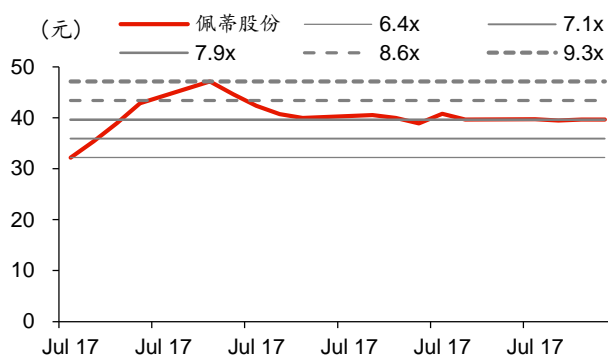
## PE/PB – Bands

图表41: 佩蒂股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 佩蒂股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	285.15	372.35	481.52	541.47	584.28
现金	80.42	187.12	267.12	270.00	270.00
应收账款	75.23	115.92	106.94	141.00	175.80
其他应收账款	4.69	5.11	7.91	8.28	10.15
预付账款	9.73	5.84	11.46	12.63	14.07
存货	47.72	55.74	64.01	78.21	94.91
其他流动资产	67.36	2.63	24.08	31.35	19.35
非流动资产	191.18	186.42	617.75	1,002	1,200
长期投资	0.05	0.00	0.02	0.02	0.01
固定投资	136.29	127.74	229.58	442.38	628.78
无形资产	34.44	39.47	40.14	41.02	43.22
其他非流动资产	20.40	19.20	348.02	518.29	528.14
资产总计	476.33	558.76	1,099	1,543	1,784
流动负债	136.19	165.36	154.09	468.97	569.30
短期借款	20.00	20.00	25.16	291.94	358.99
应付账款	97.84	128.40	112.07	159.16	192.70
其他流动负债	18.35	16.96	16.86	17.87	17.62
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	136.19	165.36	154.09	468.97	569.30
少数股东权益	3.21	3.32	2.72	2.33	1.98
股本	60.00	60.00	80.00	80.00	80.00
资本公积	205.75	205.75	632.55	632.55	632.55
留存公积	71.05	121.41	229.91	359.33	500.60
归属母公司股	336.93	390.08	942.46	1,072	1,213
负债和股东权益	476.33	558.76	1,099	1,543	1,784

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	111.26	77.18	58.90	135.69	170.22
净利润	57.93	80.47	104.98	129.04	140.92
折旧摊销	0.00	0.00	9.16	17.70	28.84
财务费用	(10.81)	(8.82)	(7.72)	0.73	13.13
投资损失	(0.29)	(0.17)	(3.00)	(3.00)	(3.00)
营运资金变动	0.00	0.00	(45.62)	(8.67)	(9.38)
其他经营现金	64.43	5.70	1.10	(0.11)	(0.30)
投资活动现金	(84.65)	54.96	(438.58)	(398.86)	(224.13)
资本支出	6.40	11.91	222.00	250.00	200.00
长期投资	78.76	(63.80)	218.91	150.97	24.94
其他投资现金	0.50	3.07	2.34	2.11	0.81
筹资活动现金	(21.69)	(30.56)	459.67	266.06	53.91
短期借款	(26.34)	0.00	5.16	266.78	67.05
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.00	0.00	20.00	0.00	0.00
资本公积增加	24.00	0.00	426.80	0.00	0.00
其他筹资现金	(21.35)	(30.56)	7.72	(0.73)	(13.13)
现金净增加额	9.51	106.70	80.00	2.88	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	497.40	550.57	638.95	799.39	951.44
营业成本	361.26	388.02	448.45	560.65	668.53
营业税金及附加	3.43	4.38	4.47	4.80	5.71
营业费用	15.58	17.60	15.97	19.98	23.79
管理费用	60.58	59.35	63.89	71.94	85.63
财务费用	(10.81)	(8.82)	(7.72)	0.73	13.13
资产减值损失	1.06	2.43	1.00	1.50	1.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	0.17	3.00	3.00	3.00
营业利润	66.58	87.78	115.88	142.79	156.01
营业外收入	2.63	3.76	3.12	3.25	3.30
营业外支出	1.31	0.81	1.04	1.06	0.97
利润总额	67.90	90.73	117.96	144.98	158.33
所得税	9.96	10.26	12.98	15.95	17.42
净利润	57.93	80.47	104.98	129.04	140.92
少数股东损益	(0.28)	0.11	(0.60)	(0.39)	(0.35)
归属母公司净利润	58.22	80.37	105.58	129.43	141.27
EBITDA	55.77	78.97	117.32	161.21	197.99
EPS (元)	0.97	1.34	1.32	1.62	1.77

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	25.15	10.69	16.05	25.11	19.02
营业利润	111.38	31.84	32.00	23.22	9.26
归属母公司净利润	106.79	38.05	31.38	22.58	9.15
获利能力 (%)					
毛利率	27.37	29.52	29.81	29.86	29.73
净利率	11.70	14.60	16.52	16.19	14.85
ROE	17.28	20.60	11.20	12.07	11.64
ROIC	18.33	33.81	20.64	18.04	16.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	28.59	29.59	14.02	30.39	31.90
净负债比率 (%)	14.69	12.09	16.33	62.25	63.06
流动比率	2.09	2.25	3.13	1.15	1.03
速动比率	1.74	1.91	2.71	0.99	0.86
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.06	0.77	0.61	0.57
应收账款周转率	7.59	5.76	5.73	6.45	6.01
应付账款周转率	5.07	3.43	3.73	4.13	3.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.00	1.32	1.62	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	0.96	0.74	1.70	2.13
每股净资产(最新摊薄)	4.21	4.88	11.78	13.40	15.16
估值比率					
PE (倍)	54.16	39.23	29.86	24.36	22.32
PB (倍)	9.36	8.08	3.35	2.94	2.60
EV_EBITDA (倍)	53.27	37.62	25.32	18.43	15.01

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com