

佩蒂股份(300673)

报告日期: 2023年04月26日

## 海外去库外销承压，自主品牌高速增长

### ——佩蒂股份 2022 年年报及 2023 年一季报点评

#### 投资要点

##### □ 佩蒂股份发布 2022 年年报及 2023 年一季报:

- 1) 22 年营业收入 17.32 亿元(+36.3%); 归母净利润 1.27 亿元(+111.8%); 扣非归母净利润 1.35 亿元(+140.5%)。分地区看外销收入 14.6 亿元(+37.3%)、内销收入 2.75 亿元(+30.9%)。22 年业绩高增源自越南工厂恢复、柬埔寨产能释放带动海外业务增长、发力自主品牌驱动国内业务增长。
- 2) 单季度看, 22Q4 和 23Q1 营业收入分别为 3.77 亿元(+6%)、1.6 亿元(-54%); 毛利率分别为 13% (变动-1%) 和 14% (变动-10%), 主要受高毛利产品收入下降、原材料价格上涨影响; 归母净利润分别为-0.31 亿元和-0.38 亿元, 主要受汇兑损失、加大自主品牌投入费用影响。

##### □ 海外业务: 海外大客户去库存, 导致业绩承压

- 1) 2022 年上半年海外客户普遍加大订单, 伴随供应链和物流恢复, 面临较高库存压力。预计 22 年 Q4 海外收入可能略有下滑, 23Q1 受海外大客户去库存影响下滑较多。
- 2) 展望 2023 年, 海外去库存下, 预计二季度外销仍有压力; 下半年佩蒂新西兰 4 万吨干粮工厂预计开始释放产能, 从宠物零食品类拓展至主粮, 将为海外 ODM 业务贡献有效增量, 预计 23 年下半年外销有望持续修复。

##### □ 国内业务: 发力自主品牌, 高速增长可期

- 1) 22 年持续发力自主品牌: ①品牌端: 重新梳理品牌定位, 爵宴品牌只选用天然食材, 好适嘉定位于精准营养; ②产品端: 聚焦爆品战略, 接连打造出爵宴鸭肉干、好适嘉 98K 等爆品, 新推出鲭鱼干等潜在爆品; ③渠道端: 将投入资源重点向线上倾斜, 发展直播等新兴渠道。
- 2) 佩蒂自主品牌建设初见成效, 2022 年国内市场收入 2.75 亿元(+30.9%), 其中 ToC 端的直销业务收入 1.33 亿元(+50.7%), 且毛利率水平更高为 33.76%。我们预计 23 年 Q1 国内收入延续高速增长, 看好佩蒂自主品牌持续发力、快速增长。

##### □ 盈利预测与估值

公司作为宠物行业细分龙头, 短期海外去库外销承压, 伴随代工业务从宠物零食向主粮拓展, 国内自主品牌持续发力, 中长期有望保持较快增长。预计佩蒂股份 2023-2025 年营业收入同比+5.1%/+19.2%/+16.0%, 归母净利润同比+3.0%/+24.6%/+20.0%, 对应 PE 分别为 25.6x、20.5x、17.1x, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示

自主品牌培育不及预期; 海外需求不及预期; 客户集中度较高; 汇率波动风险

#### 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,732	1,820	2,169	2,516
(+/-) (%)	36.27%	5.07%	19.18%	16.01%
归母净利润	127	131	163	196
(+/-) (%)	111.81%	3.00%	24.59%	19.94%
每股收益(元)	0.50	0.52	0.64	0.77
P/E	26.35	25.59	20.54	17.12

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

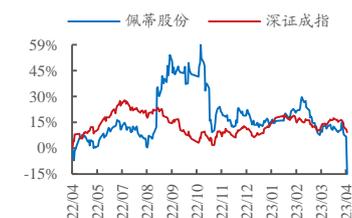
分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 史凡可  
执业证书号: S1230520080008  
shifanke@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥13.22
总市值(百万元)	3,350.22
总股本(百万股)	253.42

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《海外国内收入提速, 汇兑贡献利润增长——佩蒂股份 2022 年三季报点评》 2022.10.26
- 2 《二季度收入增长提速, 海外国内双轮驱动——佩蒂股份 2022 年中报点评》 2022.08.31
- 3 《双轮驱动、品类拓展, 高速成长的宠物细分龙头——佩蒂股份深度报告》 2022.08.11

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,671	1,683	1,986	2,106
现金	833	680	797	829
交易性金融资产	80	80	80	80
应收账款	180	261	293	321
其它应收款	10	12	14	16
预付账款	97	97	118	136
存货	424	505	636	676
其他	48	48	48	48
<b>非流动资产</b>	1,217	1,323	1,415	1,464
金额资产类	56	56	56	56
长期投资	14	14	14	14
固定资产	574	688	787	870
无形资产	49	49	49	49
在建工程	350	342	335	301
其他	174	174	174	174
<b>资产总计</b>	2,889	3,006	3,401	3,570
<b>流动负债</b>	288	272	500	470
短期借款	110	0	200	150
应付款项	89	183	207	205
预收账款	5	3	5	6
其他	85	86	88	110
<b>非流动负债</b>	679	679	679	679
长期借款	2	2	2	2
其他	677	677	677	677
<b>负债合计</b>	967	951	1,179	1,149
少数股东权益	18	21	24	28
归属母公司股东权	1,903	2,034	2,197	2,393
<b>负债和股东权益</b>	2,889	3,006	3,401	3,570

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1732	1820	2169	2516
营业成本	1346	1441	1695	1949
营业税金及附加	4	5	5	6
营业费用	87	73	89	108
管理费用	121	100	130	151
研发费用	29	24	28	38
财务费用	(33)	11	12	14
资产减值损失	(2)	0	0	0
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	(9)	0	0	0
其他经营收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	169	167	208	250
营业外收支	(3)	0	0	0
<b>利润总额</b>	166	167	208	250
所得税	37	33	42	50
<b>净利润</b>	129	134	166	200
少数股东损益	2	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	127	131	163	196
EBITDA	212	252	308	364
EPS (最新摊薄)	0.50	0.52	0.64	0.77

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.27%	5.07%	19.18%	16.01%
营业利润	113.28%	-1.08%	24.59%	19.94%
归属母公司净利润	111.81%	3.00%	24.59%	19.94%
<b>获利能力</b>				
毛利率	22.30%	20.81%	21.82%	22.52%
净利率	7.34%	7.20%	7.52%	7.78%
ROE	6.68%	6.44%	7.42%	8.18%
ROIC	4.24%	5.19%	5.68%	6.48%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.48%	31.63%	34.67%	32.18%
净负债比率	50.34%	46.25%	53.08%	47.46%
流动比率	5.80	6.20	3.97	4.48
速动比率	3.99	3.98	2.46	2.75
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.62	0.68	0.72
应收账款周转率	9.09	8.26	7.83	8.20
应付账款周转率	10.39	10.60	8.70	9.47
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.50	0.52	0.64	0.77
每股经营现金	0.91	0.65	0.50	1.04
每股净资产	7.51	8.03	8.67	9.44
<b>估值比率</b>				
P/E	26.35	25.59	20.54	17.12
P/B	1.76	1.65	1.52	1.40
EV/EBITDA	20.90	13.30	11.15	9.21

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	231	164	126	264
净利润	127	131	163	196
折旧摊销	64	75	88	101
财务费用	11	27	29	31
投资损失	9	0	0	0
营运资金变动	9	(72)	(157)	(68)
其它	11	3	3	4
<b>投资活动现金流</b>	(278)	(180)	(180)	(150)
资本支出	(156)	(180)	(180)	(150)
长期投资	(2)	0	0	0
其他	(120)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(193)	(137)	171	(81)
短期借款	(111)	(110)	200	(50)
长期借款	(1)	0	0	0
其他	(82)	(27)	(29)	(31)
<b>现金净增加额</b>	(200)	(153)	118	32

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25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

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>