

海外去库存压力仍存，国内自主品牌表现亮眼

投资评级：买入（维持）

主要观点：

报告日期：2023-04-27

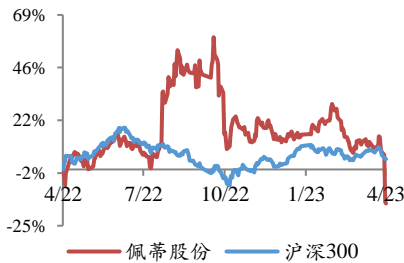
● 2022 年归母净利润同比增长 111.8%，23Q1 海外业务承压明显

收盘价 (元)	13.48
近 12 个月最高/最低 (元)	24.73/13.14
总股本 (百万股)	253
流通股本 (百万股)	164
流通股比例 (%)	64.61
总市值 (亿元)	34
流通市值 (亿元)	22

公司公布 2022 年报和 2023 年一季报：2022 年实现营业收入 17.32 亿元，同比增长 36.27%，归母净利润 1.27 亿元，同比增长 111.8%，主要系前三季度海外客户订单旺盛叠加人民币汇率贬值贡献汇兑收益所致；2023Q1 公司实现营业收入 1.59 亿元，同比下滑 53.83%，归母净利润-0.38 亿元，主要系海外客户去库存、人民币汇率变动叠加销售费用持续投入所致。

● 海外业务短期承压，国内市场表现亮眼

公司价格与沪深 300 走势比较



分品类看，2022 年公司畜皮咬胶实现收入 5.44 亿元，同比增长 25.9%，植物咬胶收入 6.49 亿元，同比增长 64.1%，营养肉质零食收入 3.38 亿元，同比增长 33.2%，主粮和湿粮实现收入 1.6 亿元，同比增长 6.7%。分地区看，22Q4 公司海外订单受客户库存周期调整影响，但基于前三季度外销成绩以及 21 年低基数，2022 年公司海外整体实现营收 14.56 亿元，同比增长 37.3%，国内市场实现收入 2.75 亿元，同比增长 30.9%。23Q1 海外业务短期承压，预计外销收入 1 亿元左右，同比下滑 60%-70%，国内市场维持高增，预计同比增长超过 60%。

分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

邮箱：wangying@hazq.com

利润率方面，2022 年公司毛利率 22.3%，同比下降 0.63 个百分点，22Q4 毛利率 13.1%，同比下降 1.1 个百分点，主要系原材料涨价叠加部分高毛利率产品收入下降所致。其中，海外销售毛利率 22.1%，同比下降 1.84 个百分点，国内销售毛利率 23.6%，同比提升 5.51 个百分点。费用率方面，2022 年公司销售费用 0.87 亿元，同比增长 58.4%，主要系销售规模增大以及国内市场宣传费用增加所致；财务费用-0.33 亿元，同比变动-220.3%，主要系人民币汇率贬值贡献汇兑收益所致；管理费用 1.2 亿元，同比增长 11.0%。

相关报告

- 佩蒂股份 (300673) 三季报点评：Q3 业绩同比高增，自主品牌业务前景可期 2022-10-25
- 佩蒂股份 (300673) 深度报告：深耕宠物功能食品，双轮驱动成就行业龙头 2022-05-31

● 发力国内品牌营销，全球化产能助推业绩增长

公司积极开拓国内市场，深度合作内容达人并加大新媒体投入，从爆品到爆产品系列，以优质产品树立品牌形象，国内市场有望维持高增。公司合理规划全球产能，在中国、越南、柬埔寨、新西兰等地均设有生产基地，随着未来海外客户库存调整结束、柬埔寨工厂产能爬坡以及新西兰工厂投产放量，公司海外业绩有望持续改善。

● 投资建议

综合考虑公司产能释放节奏、国内自有品牌建设情况以及海外客户去库存情况对公司业绩的影响，我们调整 2023-2024 年盈利预测并新增 2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司营业收入 18.25 亿元、21.2 亿元、25.34 亿元（2023-2024 年前值 21.55 亿元、26.46 亿元），同比增长 5.4%、16.2%、19.5%，对应归母净利润 1.28 亿元、1.55 亿元、1.96 亿元（2023-2024 年前值 2.03 亿元、2.58 亿元），同比增长 0.9%、20.9%、26.5%，对应 EPS 分别为 0.51 元、0.61 元、0.77 元。维持“买

入”评级不变。

● 风险提示

汇率波动风险；国内市场开拓不达预期风险；产能投放不及预期风险；原材料价格波动风险；品牌建设不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1732	1825	2120	2534
收入同比 (%)	36.3%	5.4%	16.2%	19.5%
归属母公司净利润	127	128	155	196
净利润同比 (%)	111.8%	0.9%	20.9%	26.5%
毛利率 (%)	22.3%	22.6%	23.5%	24.7%
ROE (%)	6.7%	6.3%	7.1%	8.2%
每股收益 (元)	0.51	0.51	0.61	0.77
P/E	34.61	26.62	22.03	17.41
P/B	2.35	1.68	1.56	1.43
EV/EBITDA	20.90	13.72	11.03	8.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1671	1832	2135	2612	
现金	833	968	1176	1529	
应收账款	180	200	263	285	
其他应收款	10	11	12	14	
预付账款	97	99	113	134	
存货	424	426	444	523	
其他流动资产	128	128	128	128	
非流动资产	1217	1292	1363	1430	
长期投资	14	14	15	16	
固定资产	574	661	731	792	
无形资产	49	47	46	44	
其他非流动资产	580	569	572	578	
资产总计	2889	3124	3498	4042	
流动负债	288	394	611	955	
短期借款	110	210	410	710	
应付账款	89	97	111	131	
其他流动负债	89	88	90	114	
非流动负债	679	679	679	679	
长期借款	2	2	2	2	
其他非流动负债	677	677	677	677	
负债合计	967	1073	1290	1634	
少数股东权益	18	19	22	26	
股本	253	253	253	253	
资本公积	961	961	961	961	
留存收益	689	817	972	1169	
归属母公司股东权益	1903	2031	2187	2383	
负债和股东权益	2889	3124	3498	4042	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	231	196	188	257	
净利润	127	128	155	196	
折旧摊销	64	77	89	100	
财务费用	11	9	17	30	
投资损失	9	-2	1	4	
营运资金变动	9	-19	-79	-80	
其他经营现金流	129	149	239	281	
投资活动现金流	-278	-151	-163	-173	
资本支出	-156	-152	-161	-168	
长期投资	-122	0	-1	-1	
其他投资现金流	0	2	-1	-4	
筹资活动现金流	-193	91	183	270	
短期借款	-111	100	200	300	
长期借款	-1	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-4	0	0	0	
其他筹资现金流	-78	-9	-17	-30	
现金净增加额	-200	135	208	353	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	1732	1825	2120	2534	
营业成本	1346	1413	1621	1909	
营业税金及附加	4	5	6	7	
销售费用	87	93	112	139	
管理费用	121	119	134	157	
财务费用	-33	9	17	30	
资产减值损失	-2	0	0	0	
公允价值变动收益	-2	0	0	0	
投资净收益	-9	2	-1	-4	
营业利润	169	162	199	252	
营业外收入	1	0	0	0	
营业外支出	4	1	2	2	
利润总额	166	161	198	250	
所得税	37	32	40	50	
净利润	129	129	158	200	
少数股东损益	2	1	3	4	
归属母公司净利润	127	128	155	196	
EBITDA	212	244	302	382	
EPS (元)	0.51	0.51	0.61	0.77	

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	36.3%	5.4%	16.2%	19.5%
营业利润	113.3%	-3.8%	22.7%	26.4%
归属于母公司净利	111.8%	0.9%	20.9%	26.5%
获利能力				
毛利率 (%)	22.3%	22.6%	23.5%	24.7%
净利率 (%)	7.3%	7.0%	7.3%	7.7%
ROE (%)	6.7%	6.3%	7.1%	8.2%
ROIC (%)	4.2%	4.5%	5.2%	5.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	33.5%	34.4%	36.9%	40.4%
净负债比率 (%)	50.3%	52.3%	58.4%	67.8%
流动比率	5.80	4.65	3.50	2.74
速动比率	3.99	3.31	2.58	2.05
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.58	0.61	0.63
应收账款周转率	9.64	9.13	8.07	8.90
应付账款周转率	15.09	14.60	14.60	14.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.51	0.61	0.77
每股经营现金流	0.91	0.77	0.74	1.01
每股净资产	7.51	8.02	8.63	9.40
估值比率				
P/E	34.61	26.62	22.03	17.41
P/B	2.35	1.68	1.56	1.43
EV/EBITDA	20.90	13.72	11.03	8.60

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012年水晶球卖方分析师第五名，2013年金牛奖评选农业行业入围，2018年天眼农业最佳分析师，2019年上半年东方财富最佳分析师第二名，农林牧渔行业2019年金牛奖最佳行业分析团队奖，2021年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名，2022年WIND金牌分析师农林牧渔行业第二名。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。