

公司研究

双轮战略成效显著，收入净利快速增长

——佩蒂股份（300673.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：2020年4月27日，佩蒂股份同时发布2020年年报及2021年一季报。2020年公司实现营业收入/归母净利润13.40/1.15亿元，同比+32.88%/+129.62%；2021Q1公司实现营业收入/归母净利润3.21/0.23亿元，同比+33.02%/+98.61%。公司业绩整体符合市场预期。

主业咬胶持续增长，双轮战略卓有成效。2020年和21Q1业绩高增主要来自：1) 市场的自然增长，以及疫情期间消费者居家时间长，催化了对宠物食品的需求；2) 越南、柬埔寨和新西兰工厂产能逐渐释放，公司承接订单增多；3) 公司对国内外渠道进行拓展，市占率逐渐提升。**分产品看**，2020全年畜皮咬胶/植物咬胶/营养肉质零食/主粮和湿粮分别实现营收4.46/4.28/2.83/1.23亿元，同比+32.76%/+43.84%/-5.98%/+507.23%。公司核心业务咬胶保持稳健增长，主粮和湿粮随着新西兰工厂产能释放，以及国内市场开拓而快速放量。**分地区看**，2020年国外/国内分别实现营业收入11.41/1.99亿元，同比+31.61%/+40.67%，占比分别为85.14%/14.86%，国内占比持续提升。国内市场线上占比超过50%，未来公司仍优先发展线上，线下会加强直营店间的合作，并逐渐打入商超渠道。预计随着2021年主粮新品上市，国内渠道布局逐步完善后，公司收入有望继续快速增长。

净利率大幅改善。1) 2020全年/21Q1公司分别实现毛利率25.51%/21.93%，同比+0.54pcts/+1.69pcts。若不考虑会计准则调整，毛利率增幅更大，提升主要来自原材料价格下降，产品结构改善，以及越南产能释放后，对美国市场销售的关税减少。2) 2020全年/2021Q1销售费用率分别为4.28%/4.33%，同比-2.55pcts/-1.8pcts，若按照原统计口径，2020全年及21Q1销售费用率均提升。公司重视国内市场，加大了对国内市场广告宣传费用的投放。3) 2020全年/2021Q1管理费用率分别为6.60%/7.68%，同比-3.92pcts/-0.64pcts，主要系股权激励费用减少。4) 2020年财务费用同比+762.2%，主要系2020年下半年人民币升值。5) 综合来看，2020全年/21Q1销售净利率为8.70%/7.43%，同比+3.49pcts/+2.16pcts。考虑公司2021年成本压力较低，股权激励费用计提完毕，国内加大费用投放，整体来看2021全年净利率仍能维持较高水平。

盈利预测、估值与评级：公司经营稳健，随着产能逐渐释放，国内渠道逐步打开，公司业绩有望持续增长，维持公司2021-22年归母净利润预测为1.63/2.06亿元，新增2023年归母净利润盈利预测为2.61亿元，折合2021-23年EPS为0.96/1.21/1.54元，当前股价对应21-23年PE为34x/27x/21x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上行，国内业务拖累净利率，中美贸易摩擦。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,008	1,340	1,758	2,218	2,767
营业收入增长率	15.99%	32.88%	31.24%	26.12%	24.76%
净利润(百万元)	50	115	163	206	261
净利润增长率	-64.36%	129.62%	41.82%	26.52%	26.54%
EPS(元)	0.34	0.68	0.96	1.21	1.54
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.87%	7.11%	9.25%	10.60%	12.00%
P/E	95	48	34	27	21
P/B	4.7	3.4	3.1	2.8	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-28（注：2019年末总股本为1.47亿股，2020年因增发致总股本增加至1.70亿股）

增持（维持）

当前价：32.56元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsecn.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

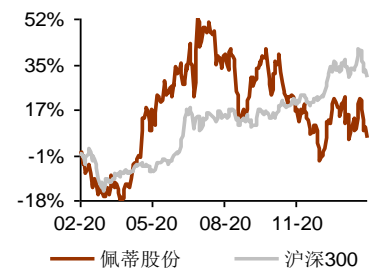
021-52523689

chenyt@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	1.70
总市值(亿元)	55.28
一年最低/最高(元)	27.55/45.67
近3月换手率	85.97%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	6.26	1.04	13.87
绝对	7.09	1.87	14.69

资料来源：Wind

相关研报

营收保持高增，净利率继续改善——佩蒂股份（300673.SZ）2020年中报点评（2020-08-27）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,008	1,340	1,758	2,218	2,767
营业成本	757	998	1,305	1,638	2,040
折旧和摊销	23	29	37	44	51
税金及附加	3	5	6	8	9
销售费用	69	57	94	121	151
管理费用	106	88	128	166	205
研发费用	26	26	44	55	68
财务费用	-5	31	-11	-13	-11
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	58	136	198	249	313
利润总额	59	134	191	242	306
所得税	6	18	25	32	41
净利润	53	117	166	210	266
少数股东损益	3	2	3	4	5
归属母公司净利润	50	115	163	206	261
EPS(按最新股本计)	0.34	0.68	0.96	1.21	1.54

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-56	143	128	169	212
净利润	50	115	163	206	261
折旧摊销	23	29	37	44	51
净营运资金增加	35	139	157	170	213
其他	-164	-140	-229	-251	-313
投资活动产生现金流	-36	-424	-13	-120	-100
净资本支出	-144	-368	-120	-120	-100
长期投资变化	13	13	0	0	0
其他资产变化	96	-69	107	0	0
融资活动现金流	89	493	-170	22	9
股本变化	25	23	0	0	0
债务净变化	153	3	-164	33	29
无息负债变化	-24	46	68	58	74
净现金流	-1	189	-55	71	121

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.0%	25.5%	25.8%	26.1%	26.3%
EBITDA 率	7.8%	15.6%	12.8%	12.7%	12.8%
EBIT 率	5.2%	13.1%	10.7%	10.7%	11.0%
税前净利润率	5.8%	10.0%	10.9%	10.9%	11.1%
归母净利润率	5.0%	8.6%	9.3%	9.3%	9.4%
ROA	3.8%	5.8%	8.0%	9.0%	9.9%
ROE (摊薄)	4.9%	7.1%	9.2%	10.6%	12.0%
经营性 ROIC	4.5%	10.3%	9.4%	10.4%	11.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	19%	14%	16%	18%
流动比率	2.36	3.00	4.08	3.61	3.43
速动比率	1.73	2.27	2.94	2.61	2.46
归母权益/有息债务	6.37	9.85	-	58.72	35.07
有形资产/有息债务	7.50	11.24	-	65.74	40.54

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,369	2,009	2,062	2,339	2,677
货币资金	285	472	417	488	609
交易性金融资产	13	70	10	10	10
应收帐款	191	225	262	288	307
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	11	14	17	22
存货	207	276	323	373	465
其他流动资产	13	13	55	101	156
流动资产合计	774	1,128	1,148	1,345	1,632
其他权益工具	46	46	0	0	0
长期股权投资	13	13	13	13	13
固定资产	211	363	439	507	560
在建工程	152	269	264	261	248
无形资产	53	51	50	49	48
商誉	98	96	96	96	96
其他非流动资产	3	25	25	25	25
非流动资产合计	595	881	914	994	1,045
总负债	331	380	284	375	478
短期借款	160	164	0	33	62
应付账款	104	140	183	230	287
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	3	1	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	328	375	281	372	475
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	1	1	1
非流动负债合计	3	4	3	3	3
股东权益	1,038	1,629	1,778	1,964	2,199
股本	147	170	170	170	170
公积金	630	1,099	1,115	1,136	1,144
未分配利润	244	355	485	646	868
归属母公司权益	1,026	1,615	1,761	1,943	2,173
少数股东权益	12	14	17	21	26

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	6.83%	4.28%	5.32%	5.46%	5.44%
管理费用率	10.52%	6.60%	7.28%	7.47%	7.41%
财务费用率	-0.47%	2.35%	-0.64%	-0.57%	-0.39%
研发费用率	2.57%	1.95%	2.50%	2.50%	2.45%
所得税率	11%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.10	0.14	0.18	0.23
每股经营现金流	-0.38	0.84	0.75	1.00	1.25
每股净资产	7.00	9.51	10.37	11.45	12.80
每股销售收入	6.88	7.89	10.36	13.06	16.30

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	95	48	34	27	21
PB	4.7	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	63.9	26.7	24.5	19.8	15.9
股息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
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。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE