

佩蒂股份 (300673)

证券研究报告

2022年07月13日

深度绑定核心人才，业绩目标彰显信心

事件：7月11日，公司发布限制性股票激励计划（草案），拟向246名激励对象授予258万股限制性股票，约占截止6月30日可转债转股后总股本的1.02%；发布员工持股计划（草案），参与对象为公司董事、监事、高管、核心骨干等不超过97人，持股计划规模不超过152万股，约占截止6月30日可转债转股后总股本的0.6%。

1、深度绑定核心骨干，高目标彰显公司信心

本次激励计划首次授予的激励对象246人，为公司核心骨干人员；员工持股计划参与对象不超过97人，为公司董事、监事、高管和核心骨干。在公司层面的业绩考核指标为22年/22-23年累计/22-24年累计营收增长不低于20%/160%/330%，或22年/22-23年累计/22-24年累计净利润增长不低于100%/340%/600%。我们认为，该计划有助于深度绑定核心骨干，充分调动人才的主动性和创造性。同时，高业绩目标也向市场传达了公司高速发展的信心。

2、海外不利因素消除，放量可期；国内产品渠道双轮驱动，有望快速成长

海外市场不利因素已消除，新产能释放有望贡献利润。2021年，公司越南工厂受疫情管控影响，于8月初开始停产，影响时间长达一个季度，造成公司下半年收入和利润明显下滑。21年10月下旬工厂陆续复产，22Q1已摆脱疫情停产的负面影响，盈利能力明显恢复，22Q1毛利率达24.66%（较去年同期增长2.73pct），净利率达8.47%（较去年同期增长1.04pct）。同时，新产能逐步放量为公司主粮业务提供支撑。公司新西兰年产4万吨高品质宠物干粮新建项目、柬埔寨年产9200吨宠物休闲食品新建项目取得进展，其中柬埔寨宠物休闲食品新建项目于21年Q3试生产，12月单月份已基本实现盈亏平衡，柬埔寨工厂已经处于产能爬坡阶段，柬埔寨成本优势明显，有望持续改善公司总体盈利能力；新西兰高品质宠物干粮新建项目有望于2022年投产，形成新的利润增长点。

国内市场方面，公司2021年重点聚焦“好适嘉”等品牌的打造，推出双拼粮、主食罐头等系列产品，并进一步加大渠道推广力度和品牌投入。目前，公司已形成包括“爵宴”、“好适嘉”等在内的核心自主品牌矩阵。2022年618购物狂欢节期间，佩蒂股份旗下品牌销售额同比增长300%。公司主打品牌爵宴品牌收入超1500万元。在天猫狗零食类排行榜中，爵宴总销售额达到前三。爵宴鸭胸肉干在天猫狗零食热卖榜排名第一，狗零食好评榜排名第二。

3、宠物情绪价值持续凸显，人民币贬值增厚汇兑收益，行业景气度有望持续提升

长期来看，宠物数量的增长、食品渗透率的提升以及高端化趋势将持续推动我国宠物食品市场持续快速增长，对标美国和日本，市场潜在空间超3600亿元；中短期来看，疫情期间，宠物陪伴价值凸显，国内外养宠率持续提升；人民币贬值利好国内宠物食品出口，增厚汇兑收益；美国或取消对中国加征关税；今年618宠物板块逆势增长，显示出宠物板块强劲的增动力。我们认为，多重利好之下，宠物食品领先公司业绩有望迎来明显拐点。

盈利预测与投资建议

我们预计2022-2024年公司收入16.37/20.47/24.66亿元，同比增长28.79%/25.07%/20.46%；归母净利润1.49/2.10/2.40亿元，同比增长148.50%/41.08%/14.03%。公司“双轮驱动”战略稳步推进，国内自主品牌放量可期，维持“买入”评级。

风险提示：国内市场开拓的风险；境外经营风险；原材料波动的风险；汇率波动的风险；员工股权激励的业绩考核存在无法达成的风险；员工股权激励的审批及要素存在不确定性

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,339.85	1,270.89	1,636.81	2,047.22	2,466.03
增长率(%)	32.88	(5.15)	28.79	25.07	20.46
EBITDA(百万元)	221.99	169.08	238.40	320.61	366.22
净利润(百万元)	114.83	60.02	149.15	210.43	239.96
增长率(%)	129.62	(47.73)	148.51	41.08	14.03
EPS(元/股)	0.45	0.24	0.59	0.83	0.95
市盈率(P/E)	38.31	73.30	29.49	20.91	18.33
市净率(P/B)	2.72	2.47	2.49	2.28	2.09
市销率(P/S)	3.28	3.46	2.69	2.15	1.78
EV/EBITDA	21.89	28.75	18.19	13.32	12.35

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.97元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	253.41
流通A股股本(百万股)	163.37
A股总市值(百万元)	4,300.40
流通A股市值(百万元)	2,772.33
每股净资产(元)	6.63
资产负债率(%)	38.27
一年内最高/最低(元)	23.08/13.86

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《佩蒂股份-季报点评:22Q1 业绩增长！新产能释放+国内布局加速，业绩有望持续向好》2022-04-21
- 《佩蒂股份-公司点评:受海外疫情影响21年净利润预降，22年新产能加速释放业绩向好》2022-01-13
- 《佩蒂股份-季报点评:Q3 业绩因越南疫情承压，Q4 起有望逐步恢复正常》2021-10-27

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	471.96	1,029.59	409.20	511.81	616.51	营业收入	1,339.85	1,270.89	1,636.81	2,047.22	2,466.03
应收票据及应收账款	224.90	201.26	252.79	315.11	368.97	营业成本	998.06	979.46	1,200.38	1,484.42	1,784.61
预付账款	61.39	67.31	72.54	109.02	111.21	营业税金及附加	4.59	4.19	7.37	9.21	11.10
存货	276.27	449.75	232.62	524.17	469.38	销售费用	57.37	54.68	88.39	114.64	140.56
其他	93.66	34.99	500.22	159.85	654.62	管理费用	88.44	108.97	129.31	143.31	172.62
流动资产合计	1,128.19	1,782.89	1,467.38	1,619.96	2,220.69	研发费用	26.17	22.66	24.55	30.71	36.99
长期股权投资	12.71	12.01	12.01	12.01	12.01	财务费用	31.42	27.74	3.66	12.02	17.86
固定资产	362.92	468.72	424.30	379.89	335.47	资产/信用减值损失	(5.99)	(0.15)	(1.00)	(1.10)	(1.00)
在建工程	268.52	321.77	321.77	321.77	321.77	公允价值变动收益	0.01	0.40	0.06	4.80	(5.00)
无形资产	51.43	49.75	48.14	46.52	44.91	投资净收益	(0.18)	3.10	5.00	4.05	4.05
其他	185.21	219.78	215.10	210.42	205.74	其他	3.69	(9.31)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	880.79	1,072.03	1,021.32	970.61	919.90	营业利润	136.27	79.17	187.21	260.67	300.33
资产总计	2,008.98	2,854.91	2,488.69	2,590.57	3,140.59	营业外收入	1.63	0.03	3.00	4.00	3.00
短期借款	163.99	220.65	452.54	482.78	810.15	营业外支出	3.46	1.42	2.69	1.20	1.77
应付票据及应付账款	140.24	169.86	0.83	0.81	1.56	利润总额	134.44	77.77	187.52	263.47	301.56
其他	68.77	37.63	204.97	114.58	137.93	所得税	17.86	15.72	33.75	47.42	54.28
流动负债合计	373.01	428.14	658.33	598.17	949.65	净利润	116.58	62.06	153.77	216.04	247.28
长期借款	0.00	2.18	0.00	0.00	13.09	少数股东损益	1.76	2.04	4.61	5.61	7.32
应付债券	0.00	587.51	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	114.83	60.02	149.15	210.43	239.96
其他	4.44	42.06	42.06	42.06	42.06	每股收益(元)	0.45	0.24	0.59	0.83	0.95
非流动负债合计	4.44	631.75	42.06	42.06	55.15						
负债合计	379.90	1,060.40	700.40	640.20	1,004.80	主要财务比率					
少数股东权益	13.80	15.10	18.56	22.77	28.26		2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	169.77	253.41	253.41	253.41	253.41	成长能力					
资本公积	1,059.21	964.86	964.86	964.86	964.86	营业收入	32.88%	-5.15%	28.79%	25.07%	20.46%
留存收益	394.79	439.60	551.46	709.29	889.26	营业利润	134.66%	-41.91%	136.48%	39.24%	15.22%
其他	(8.46)	121.53	0.00	(0.03)	0.00	归属于母公司净利润	129.62%	-47.73%	148.51%	41.08%	14.03%
股东权益合计	1,629.10	1,794.50	1,788.30	1,950.30	2,135.79	获利能力					
负债和股东权益总计	2,009.00	2,854.90	2,488.70	2,590.50	3,140.59	毛利率	25.51%	22.93%	26.66%	27.49%	27.63%
						净利率	8.57%	4.72%	9.11%	10.28%	9.73%
						ROE	7.11%	3.37%	8.43%	10.92%	11.39%
						ROIC	17.47%	7.34%	10.79%	13.09%	14.51%
						偿债能力					
						资产负债率	18.91%	37.14%	28.14%	24.71%	31.99%
						净负债率	-18.90%	-11.87%	2.56%	-1.34%	9.86%
						流动比率	3.00	4.16	2.23	2.71	2.34
						速动比率	2.27	3.11	1.88	1.83	1.84
						营运能力					
						应收账款周转率	6.42	5.96	7.21	7.21	7.21
						存货周转率	5.55	3.50	4.80	5.41	4.96
						总资产周转率	0.79	0.52	0.61	0.81	0.86
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.24	0.59	0.83	0.95
						每股经营现金流	0.56	-0.14	-0.39	0.57	-0.68
						每股净资产	6.37	7.02	6.98	7.61	8.32
						估值比率					
						市盈率	38.31	73.30	29.49	20.91	18.33
						市净率	2.72	2.47	2.49	2.28	2.09
						EV/EBITDA	21.89	28.75	18.19	13.32	12.35
						EV/EBIT	25.12	37.97	22.55	15.55	14.12

现金流量表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	116.58	62.06	149.15	210.43	239.96
折旧摊销	32.60	45.65	46.03	46.03	46.03
财务费用	14.72	14.73	3.66	12.02	17.86
投资损失	0.18	(3.10)	(5.00)	(4.05)	(4.05)
营运资金变动	(20.51)	(194.41)	(298.45)	(131.41)	(473.20)
其它	(0.80)	40.36	4.67	10.41	2.32
经营活动现金流	142.77	(34.71)	(99.94)	143.43	(171.08)
资本支出	291.72	153.31	(0.00)	0.00	0.00
长期投资	(0.34)	(0.71)	0.00	0.00	0.00
其他	(715.74)	(280.80)	4.89	(5.55)	14.05
投资活动现金流	(424.36)	(128.20)	4.89	(5.55)	14.05
债权融资	(28.50)	624.88	(365.36)	18.74	323.56
股权融资	456.01	111.80	(159.97)	(54.01)	(61.82)
其他	65.26	(10.28)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	492.76	726.39	(525.34)	(35.27)	261.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	211.17	563.48	(620.38)	102.60	104.70

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com