

公司研究

Q3 收入承压，产能恢复下后续有望复苏

——佩蒂股份（300673.SZ）2021 年三季度报点评

要点

事件：佩蒂股份发布 2021 年三季度报，公司前三季度营收 9.15 亿元，同比下滑 5.84%，归母净利润 0.79 亿元，同比下滑 5.19%，扣非归母净利润 0.75 亿元，同比下滑 4.06%。Q3 单季营收 2.04 亿元，同比下滑 47.77%，归母净利润 0.14 亿元，同比下滑 65.44%，扣非归母净利润 0.13 亿元，同比下滑 65.41%。

Q3 收入承压，主要受越南工厂停产影响。2021 年三季度公司收入同比明显下滑，主要受越南工厂停产影响。公司 8 月份发布公告，因当地疫情管控要求，子公司越南好嚼有限公司、越南巴啦啦食品责任有限公司临时停产，对三季度工厂生产出货量造成一定影响。10 月中旬、下旬公司陆续发布公告，越南好嚼及其下属子公司越南德信、越南巴啦啦陆续恢复正常生产经营，截至目前越南工厂已全部复工复产。伴随生产节奏逐渐恢复，四季度收入增长有望环比改善。

毛利率有所优化，管理费率明显提升。1) 2021 年 Q3 销售毛利率 30.77%，同比提升 0.76pct，估计与汇率波动有关。销售费用率 5.53%，同比下降 0.39pct，估计 21 年运输费用调整至营业成本有一定影响，管理费用率 13.82%，同比提升 8.27pct，研发费用率 2.94%，同比提升 1.06pct。因管理费用率同比明显提升，21Q3 销售净利率 6.86%，同比下滑 3.37pct。2) 营运层面，21Q3 经营活动净现金流 29.55 亿元（去年同期-48.36 亿元），较去年同期明显改善。

募投项目推进，未来产能有望逐步释放。公司可转债募投项目稳步推进，拟募资不超过 7.2 亿元，主要用于投资新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目、年产 5 万吨新型宠物食品项目。公司继续拓展宠物干粮产品，相较前次新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮项目，本次产品以风干粮、冻干粮、混拼粮等新型主粮产品为主，与之前项目互为补充。公司继续在高端宠物主粮领域发力，持续丰富以宠物咬胶、营养肉质零食为主的产品线。同时发力国内、海外双轮驱动战略，借助已经形成的国内外渠道优势，在提升原有客户市场占有率的同时，继续开发新的客户，进一步增强品牌影响力和产品竞争力。

盈利预测、估值与评级：考虑工厂停产下，公司出口业务、境外生产经营受到一定冲击，国内宠物行业竞争较为激烈，下调 2021-23 年净利润预测为 1.25/1.85/2.49 亿元（较前次预测-23%/-10%/-5%），对应 EPS 分别为 0.49/0.73/0.98 元，当前股价对应 P/E 为 34/23/17 倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格上行，汇率波动风险，疫情影响海外生产，产能扩张项目进展不及预期。

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	1,395	1,840	2,363
营业收入增长率	15.99%	32.88%	4.15%	31.86%	28.40%
净利润（百万元）	50	115	125	185	249
净利润增长率	-64.36%	129.62%	8.72%	47.81%	34.76%
EPS（元）	0.34	0.68	0.49	0.73	0.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.87%	7.11%	7.24%	9.77%	11.78%
P/E	50	25	34	23	17
P/B	2.4	1.8	2.5	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-10-26，注：2019 年末总股本为 1.47 亿股，2020 年因增发总股本增至 1.70 亿股，2021 年 6 月因转增总股本增至 2.53 亿股

增持（维持）

当前价：16.93 元

作者

分析师：叶倩瑜

执业证书编号：S0930517100003

021-52523657

yeqianyu@ebsec.com

分析师：陈彦彤

执业证书编号：S0930518070002

021-52523689

chenyt@ebsec.com

联系人：李嘉祺

lijq@ebsec.com

联系人：汪航宇

wanghangyu@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	2.53
总市值(亿元):	42.90
一年最低/最高(元):	16.50/27.42
近 3 月换手率:	65.71%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-10.15	-18.08	-58.83
绝对	-8.39	-13.62	-29.63

资料来源：Wind

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	1,395	1,840	2,363
营业成本	757	998	1,044	1,374	1,764
折旧和摊销	23	29	37	44	51
税金及附加	3	5	5	6	8
销售费用	69	57	70	83	100
管理费用	106	88	106	134	168
研发费用	26	26	35	46	52
财务费用	-5	31	-13	-15	-14
投资收益	2	0	0	0	0
营业利润	58	136	154	216	291
利润总额	59	134	147	217	293
所得税	6	18	20	29	39
净利润	53	117	128	189	254
少数股东损益	3	2	3	4	5
归属母公司净利润	50	115	125	185	249
EPS(元)	0.34	0.68	0.49	0.73	0.98

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-56	143	211	134	193
净利润	50	115	125	185	249
折旧摊销	23	29	37	44	51
净营运资金增加	35	139	-45	177	210
其他	-164	-140	94	-273	-317
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	-168	-3	-13
股本变化	25	23	84	0	0
债务净变化	153	3	-164	0	0
无息负债变化	-24	46	19	57	72
净现金流	-1	189	30	10	80

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	25.0%	25.5%	25.2%	25.3%	25.4%
EBITDA 率	7.8%	15.6%	12.7%	13.4%	13.9%
EBIT 率	5.2%	13.1%	10.0%	11.0%	11.8%
税前净利润率	5.8%	10.0%	10.6%	11.8%	12.4%
归母净利润率	5.0%	8.6%	8.9%	10.0%	10.5%
ROA	3.8%	5.8%	6.5%	8.6%	10.1%
ROE (摊薄)	4.9%	7.1%	7.2%	9.8%	11.8%
经营性 ROIC	4.5%	10.3%	8.0%	9.8%	11.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	24%	19%	12%	13%	15%
流动比率	2.36	3.00	4.58	4.18	4.03
速动比率	1.73	2.27	3.46	3.10	2.92
归母权益/有息债务	6.37	9.85	-	-	-
有形资产/有息债务	7.50	11.24	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,369	2,009	1,974	2,202	2,500
货币资金	285	472	502	512	592
交易性金融资产	13	70	10	10	10
应收账款	191	225	208	239	262
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	11	11	15	19
存货	207	276	258	312	402
其他流动资产	13	13	19	63	115
流动资产合计	774	1,128	1,061	1,208	1,455
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	235	292	364
短期借款	160	164	0	0	0
应付账款	104	140	147	193	248
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	232	289	361
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	1,740	1,910	2,136
股本	147	170	253	253	253
公积金	630	1,099	1,028	1,046	1,071
未分配利润	244	355	451	598	795
归属母公司权益	1,026	1,615	1,723	1,889	2,110
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%	5.00%	4.50%	4.25%
管理费用率	10.52%	6.60%	7.60%	7.30%	7.10%
财务费用率	-0.47%	2.35%	-0.90%	-0.84%	-0.60%
研发费用率	2.57%	1.95%	2.50%	2.50%	2.20%
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	0.07	0.11	0.15
每股经营现金流	-0.38	0.84	0.83	0.53	0.76
每股净资产	7.00	9.51	6.80	7.45	8.33
每股销售收入	6.88	7.89	5.51	7.26	9.32

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	50	25	34	23	17
PB	2.4	1.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	33.8	13.7	23.2	17.1	12.9
股息率	0.0%	0.6%	0.4%	0.6%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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的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