

盈利能力回升持续兑现，宠物护理用品龙头地位巩固

依依股份(001206)

评级:	买入	股票代码:	001206
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	43.58/23.6
目标价格:		总市值(亿)	32.63
最新收盘价:	24.71	自由流通市值(亿)	15.83
		自由流通股数(百万)	64.05

事件概述

公司发布 2022 年年报：2022 年公司营收/归母净利/扣非后归母净利分别为 15.16/1.51/1.14 亿元，同比+15.75%/+31.96%/+7.64%；其中 Q4 单季度公司营收/归母净利润/扣非后归母净利润 3.76/0.24/0.20 亿元，同比+2.78%/+123.86%/+444.25%。22 年面对海外通胀上行、国内物流成本上升及原材料价格大幅上涨的情况下，公司通过与客户协商提价、优化产品结构及降本增效实现收入稳步增长；归母净利润增速高于扣非净利率理财产品收益同比增长较多，及未到期理财产品公允价值变动和外部衍生品预期收益同比大幅增长所致。2022 年公司经营活动产生的现金流量净额 2.01 亿元，同比+943.26%，主要系公司销售规模增长致销售回款增加，以及子公司河北依依依据相关税收政策申请增值税留抵退税所致。

分析判断：

► 核心业务宠物一次性卫生护理用品保持稳定增长，规模优势突出

22 年公司宠物一次性卫生护理用品/个人一次性卫生护理用品/无纺布营收分别为 14.45/0.18/0.52 亿元，同比分别+16.31%/-29.88%/+24.94%，占营收比分别为 95.29%/1.16%/3.46%，个人一次性卫生护理用品同比下滑系护理垫产品订单减少所致。具体分产品分拆：1) 2022 年宠物一次性卫生护理用品中宠物垫/宠物尿裤/其他宠物一次性卫生护理用品营收分别为 13.39/0.98/0.09 亿元，同比分别+15.16%/+36.14%/+5.50%，占营收比分别为 88.28%/6.44%/0.57%；2) 2022 年个人一次性卫生护理用品中护理垫/其他个人一次性卫生护理用品营收 0.12/0.06 亿元，同比-38.45%/-1.81%，占营收比分别为 0.78%/0.38%。分地区看，2022 年公司境内/境外分别实现营收 0.75/14.42 亿元，同比分别+10.48%/+16.04%，占营收比分别为 4.93%/95.07%。

2022 年公司对外出口金额占海关统计国内同类出口产品总金额比例为 38.13%、较 21 年提升 1.13pct，规模优势突出。截至 22 年年末，公司年产 2 亿片宠物尿裤项目已建设完成并达到预定可使用状态，年产 50 亿片宠物尿垫项目基本建设完成，卫生护理材料项目预计 23 年 12 月建设完成，随着募投项目的完工投产，公司将突破现有产能瓶颈，增强自身供给保障能力，巩固和强化市场竞争优势。

► 盈利端：毛利率环比修复，期间费用率持续优化

2022 年公司毛利率为 13.72%，同比下降 3.03pct，主要系主要产品宠物垫受原材料成本上涨影响毛利率同比下滑较多；Q4 单季度毛利率 15.38%，同比提升 4.20pct、环比 Q3 提升 0.13pct，伴随着 Q3 提价全面落地及部分原材料成本下行，公司毛利率持续修复；2022 年公司净利率 9.93%，同比提升 1.22pct，净利率同比提升主要得益于期间费用率下降，2022 年公司期间费用率 3.31%，同比-2.16pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.31%/2.74%/1.34%/-2.07%，同比下降 0.17/0.10/+0.65/2.55pct，研发费用率小幅提升系公司加大产品研发力度，研发人员数量及研发支出增长较多；财务费用率优化较多系报告期内人民币贬值，汇率变动带来汇兑收益增加所致。

投资建议：

我们认为宠物行业尚处于景气上升阶段，公司作为国内卫生护理用品龙头，有望充分受益宠物经济红利；凭借自身渠道、客户、产品研发、规模化生产等方面的综合优势不断拓展新客户，现有客户订单增长及新客户陆续放量，同时伴随着自身募投项目落地、新产能陆续投产、自有品牌建设、未来成长可期。但考虑到海外通胀等因素影响，我们调整此前的盈利预测，公司 23、24 年营收由 18.82、22.61 亿元调整至 17.57、20.97 亿元，预计 25 年营收为 25.25 亿元；23、24 年 EPS 分别由 1.46、1.77 元调整至 1.28、1.47 元，预计 25 年 EPS 为 1.78 元，按照 2023 年 3 月 29 日收盘价 24.71 元/股，对应 PE 分别为 19 倍、17 倍、14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 原材料成本上涨风险，2) 汇率波动风险，3) 新冠疫情影响风险，4) 行业竞争加剧风险，5) 新客户开拓不及预期，海运费波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,310	1,516	1,757	2,097	2,525
YoY (%)	5.6%	15.7%	15.9%	19.4%	20.4%
归母净利润(百万元)	114	151	169	194	235
YoY (%)	-41.3%	32.0%	12.1%	14.8%	21.2%
毛利率 (%)	16.7%	13.7%	16.8%	16.8%	16.9%
每股收益 (元)	0.96	1.14	1.28	1.47	1.78
ROE	6.6%	8.3%	8.5%	8.9%	9.8%
市盈率	25.74	21.68	19.34	16.84	13.89

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系人：宋姝旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,516	1,757	2,097	2,525	净利润	151	169	194	235
YoY (%)	15.7%	15.9%	19.4%	20.4%	折旧和摊销	53	78	78	78
营业成本	1,308	1,462	1,744	2,099	营运资金变动	40	44	-223	23
营业税金及附加	11	12	13	15	经营活动现金流	201	284	38	323
销售费用	20	23	27	33	资本开支	-78	-2	0	0
管理费用	41	44	52	63	投资	44	0	0	0
财务费用	-31	-10	5	5	投资活动现金流	-9	7	10	13
研发费用	20	22	23	28	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	29	9	11	13	筹资活动现金流	-69	0	0	0
营业利润	194	217	249	301	现金净流量	129	291	49	336
营业外收支	-2	-2	0	0	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	193	216	248	301	成长能力				
所得税	42	47	55	66	营业收入增长率	15.7%	15.9%	19.4%	20.4%
净利润	151	169	194	235	净利润增长率	32.0%	12.1%	14.8%	21.2%
归属于母公司净利润	151	169	194	235	盈利能力				
YoY (%)	32.0%	12.1%	14.8%	21.2%	毛利率	13.7%	16.8%	16.8%	16.9%
每股收益	1.14	1.28	1.47	1.78	净利率	9.9%	9.6%	9.2%	9.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	7.5%	7.4%	7.8%	8.4%
货币资金	346	637	686	1,022	净资产收益率 ROE	8.3%	8.5%	8.9%	9.8%
预付款项	9	10	12	15	偿债能力				
存货	196	170	300	291	流动比率	6.47	5.33	6.51	6.25
其他流动资产	669	756	834	891	速动比率	5.33	4.68	5.36	5.36
流动资产合计	1,220	1,574	1,832	2,218	现金比率	1.84	2.16	2.44	2.88
长期股权投资	36	36	36	36	资产负债率	10.3%	13.8%	12.2%	13.5%
固定资产	601	523	445	366	经营效率				
无形资产	50	50	50	50	总资产周转率	0.76	0.81	0.88	0.96
非流动资产合计	798	720	642	564	每股指标 (元)				
资产合计	2,019	2,294	2,474	2,783	每股收益	1.14	1.28	1.47	1.78
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	13.70	14.98	16.45	18.23
应付账款及票据	142	249	227	290	每股经营现金流	1.52	2.15	0.29	2.45
其他流动负债	46	46	55	65	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	189	295	282	355	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	21.68	19.34	16.84	13.89
其他长期负债	20	20	20	20	PB	1.77	1.65	1.50	1.36
非流动负债合计	20	20	20	20					
负债合计	209	316	302	375					
股本	132	132	132	132					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,810	1,979	2,172	2,407					
负债和股东权益合计	2,019	2,294	2,474	2,783					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，9年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，6年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋妹旺：轻工行业助理分析师。2021年6月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。