

投资评级 优于大市 维持

宠物卫生护理出口龙头，募投项目完工产能释放在即

股票数据

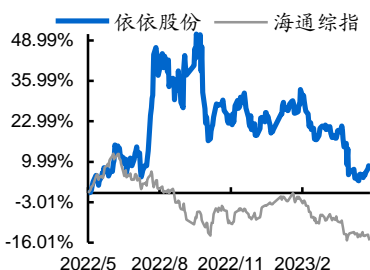
05月26日收盘价(元)	15.50
52周股价波动(元)	14.72-43.58
总股本/流通A股(百万股)	185/116
总市值/流通市值(百万元)	2823/1778

相关研究

《22Q3 宠物卫生用品需求稳步增长，依依股份利润率延续显著修复趋势》2022.10.26

《22Q2 收入高增&利润率显著修复，产能释放奠定增长基石》2022.08.17

《宠物一次性卫生用品销售走俏，募投项目投产奠定增长基石》2022.04.28

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.3	-12.2	-20.0
相对涨幅 (%)	0.5	-7.8	-14.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:郭庆龙

Email:gq13820@haitong.com

证书:S0850521050003

分析师:吕科佳

Email:lkj14091@haitong.com

证书:S0850522060001

投资要点:

- 公司发布 2022 年年报和 2023 一季度报:** 2022 年全年公司实现营业收入 15.2 亿元，同比增长 15.8%；归母净利润 1.5 亿元，同比增长 32.0%；扣非后归母净利润 1.1 亿元，同比增长 7.6%。22Q4 公司实现营业收入 3.8 亿元，YoY+2.8%；归母净利润 2376.3 万元，YoY+123.9%；扣非后归母净利润 2023.2 万元，YoY+444.3%。23Q1 公司实现营业收入 2.8 亿元，YoY-19.5%；归母净利润-225.5 万元，YoY-112.3%；扣非后归母净利润-463.7 万元，YoY-131.4%。
- 宠物一次性卫生护理用品营收稳健增长:** 宠物一次性卫生护理用品方面，2022 年公司实现收入 14.4 亿元，同比增长 16.3%，其中宠物垫与宠物尿裤分别营收 13.4 亿元、1.0 亿元，YoY+15.2%、+36.1%；2022H2 实现收入 7.4 亿元，同比增长 4.6%，其中宠物垫与宠物尿裤分别实现收入 6.9 亿元、0.5 亿元，YoY+3.8%、15.0%。公司 IPO 募投项目已基本建设完成，新产能将于 2023 年开始逐步释放。2022 年公司宠物卫生护理用品对外出口金额占到同类产品国内海关出口额的 38.1%，同比提升 1.1pct。我们认为，伴随市场规模扩张、宠物消费升级和相关政策的完善，公司在宠物垫、宠物尿裤为主的宠物一次性卫生用品业务竞争力将不断强化，行业领先地位持续巩固。其他收入方面，无纺布业务 2022 年收入 5243.3 万元，YoY+24.9%；2022H2 收入 3333.6 万元，YoY+138.0%，公司将无纺布生产纳入产业链体系，新产能释放促进营收增加。个人一次性卫生护理用品业务 2022 年营收 1752.2 万元，YoY-29.9%；2022H2 营收 642.1 万元，YoY-42.6%，主要系护理垫产品订单减少所致。
- 盈利预测与评级:** 我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 1.74、2.05、2.39 亿元，同比增长 15.5%、17.7%、16.6%，当前收盘价对应 2023-2024 年 PE 为 16、14 倍，公司作为护理领域龙头企业，参考可比公司给予公司 2023 年 21~22 倍 PE 估值，对应合理价值区间 19.74~20.68 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 原材料价格居高不下，市场竞争加剧，下游客户订单不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1310	1516	1773	2052	2349
(+/-)YoY(%)	5.6%	15.7%	16.9%	15.7%	14.5%
净利润(百万元)	114	151	174	205	239
(+/-)YoY(%)	-41.3%	32.0%	15.5%	17.7%	16.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.62	0.81	0.94	1.11	1.29
毛利率(%)	16.7%	13.7%	17.7%	18.2%	18.8%
净资产收益率(%)	6.6%	8.3%	5.7%	6.3%	6.8%

资料来源：公司年报(2021A-2022A)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- 募投项目基本建设完成，产能即将逐步释放：**截至 2022 年底，公司 IPO 募投项目宠物尿裤端已建设完成，达年产 2 亿片产能；宠物尿垫项目基本建设完成，预计可达年产 50 亿片产能。受 2022 宏观经济环境影响，公司卫生护理材料项目建设进度有所放缓，预计将于 2023 年 12 月完成建设。我们认为，公司募投项目的建设将有利于公司逐步释放产能水平，提升公司生产效率和产品供给能力，匹配与满足逐步增加的市场需求，巩固和开拓国内外市场，实现市场份额和收入水平的双升。
- 营业成本攀升毛利承压，长期压力缓解修复可期：**2022 年公司净利率为 9.9%，同比增长 1.2pct；2022H2 公司净利率为 10.9%，同比增长 3.6pct；2022 年公司毛利率为 13.7%，同比下降 3.0pct；2022H2 公司毛利率为 15.3%，同比增长 0.6pct。全年来看，毛利率下滑的原因系成本压力增大：1) 2022 年海外地缘冲突、通胀上行压力下原材料价格大幅上涨且维持高位，并且直接材料成本占营业成本 80%以上；2) 22H1 国内物流成本有较快攀升，公司成本端面临较大压力。23Q1 毛利率为 7.0%，同比下降 3.8pct，净利率为-0.8%，同比下降 6.0pct，费用端变化相对平稳，净利下降主要系本期收入减少、成本价格暂未明显回落所致。费用率方面，2022H2 公司销售、管理、研发费用率分别为 1.4%、3.0%、1.4%，YoY 分别-0.1pct、+0.2pct、+0.7pct，其中销售费用与管理费用相对保持稳健；因人民币贬值而产生的汇兑收益，公司财务费用同比降低 2.5pct。我们判断，未来随上游原材料价格回落与公司产能释放，成本端压力逐渐缓解，收入端空间持续扩展，利润率水平有望进入回升区间。

表 1 依依股份分业务盈利预测

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
宠物一次性卫生护理用品				
销售收入	1445	1691	1958	2243
增长率 (YoY)	16.3%	17.0%	15.8%	14.5%
毛利率	14.0%	18.0%	18.5%	19.0%
非宠物一次性卫生护理用品				
销售收入	71	82	94	106
增长率 (YoY)	5.5%	15.1%	14.2%	13.1%
毛利率	8.5%	12.0%	13.0%	14.0%
合计				
销售收入	1516	1773	2052	2349
增长率 (YoY)	15.7%	16.9%	15.7%	14.5%
毛利率	13.7%	17.7%	18.2%	18.8%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 同类公司对比估值表

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价 (元)	PE (2023E, 倍)
百亚股份	003006.SZ	一次性卫生用品的研发、生产和销售	17.3	30.0
中顺洁柔	002511.SZ	生活用纸研发、生产和销售	12.1	25.2
可靠股份	301009.SZ	卫生护理用品生产企业	12.2	33.5
豪悦护理	605009.SH	一次性卫生用品研发生产	50.3	14.8
平均				25.9

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：PE 为 Wind 一致预期，收盘价为 2023 年 05 月 25 日收盘价

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1516	1773	2052	2349
每股收益	0.81	0.94	1.11	1.29	营业成本	1308	1459	1678	1908
每股净资产	9.79	16.46	17.57	18.86	毛利率%	13.7%	17.7%	18.2%	18.8%
每股经营现金流	1.09	1.13	1.98	2.40	营业税金及附加	11	13	14	17
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	20	23	29	35
P/E	18.75	16.24	13.80	11.83	营业费用率%	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%
P/B	1.56	0.93	0.87	0.81	管理费用	41	48	57	68
P/S	1.33	1.59	1.38	1.20	管理费用率%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%
EV/EBITDA	16.66	4.29	3.53	2.83	EBIT	119	222	262	305
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-31	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.7%	17.7%	18.2%	18.8%	资产减值损失	-3	-1	-1	-1
净利润率	9.9%	9.8%	10.0%	10.2%	投资收益	29	10	10	10
净资产收益率	8.3%	5.7%	6.3%	6.8%	营业利润	194	222	262	305
资产回报率	7.5%	5.3%	5.8%	6.3%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	5.1%	5.7%	6.3%	6.8%	利润总额	193	222	262	305
盈利增长 (%)					EBITDA	172	410	494	585
营业收入增长率	15.7%	16.9%	15.7%	14.5%	所得税	42	48	57	66
EBIT 增长率	-19.6%	87.0%	17.7%	16.6%	有效所得税率%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%
净利润增长率	32.0%	15.5%	17.7%	16.6%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	151	174	205	239
资产负债率	10.3%	7.2%	7.6%	8.0%					
流动比率	6.47	9.76	8.93	8.53	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	5.39	8.65	7.84	7.47	货币资金	346	1064	1079	1172
现金比率	1.84	4.92	4.34	4.15	应收账款及应收票据	255	389	450	515
经营效率指标					存货	196	212	239	267
应收账款周转天数	61.39	80.00	80.00	80.00	其它流动资产	424	445	451	459
存货周转天数	54.59	53.00	52.00	51.00	流动资产合计	1220	2109	2219	2412
总资产周转率	0.75	0.54	0.58	0.62	长期股权投资	36	36	36	36
固定资产周转率	2.52	2.80	3.19	3.86	固定资产	601	634	644	608
					在建工程	29	321	391	461
					无形资产	50	98	145	191
					非流动资产合计	798	1171	1298	1378
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2019	3280	3517	3790
净利润	151	174	205	239	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	142	160	184	209
非现金支出	56	188	233	280	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-46	-12	-12	-12	其它流动负债	46	56	65	74
营运资金变动	40	-141	-61	-64	流动负债合计	189	216	249	283
经营活动现金流	201	209	365	443	长期借款	0	0	0	0
资产	-78	-560	-360	-360	其它长期负债	20	20	20	20
投资	44	-2	-2	-2	非流动负债合计	20	20	20	20
其他	24	12	12	12	负债总计	209	237	269	303
投资活动现金流	-9	-550	-350	-350	实收资本	132	185	185	185
债权募资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1810	3043	3248	3487
股权募资	0	1059	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-69	0	0	0	负债和所有者权益合计	2019	3280	3517	3790
融资活动现金流	-69	1059	0	0					
现金净流量	129	718	15	93					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

郭庆龙 造纸轻工行业
吕科佳 造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：喜临门,江山欧派,公牛集团,八方股份,仙鹤股份,爱玛科技,致欧科技,箭牌家居,慕思股份,太阳纸业,居然之家,恒安国际,中宠股份,五洲特纸,王力安防,家联科技,绿源控股集团,联翔股份,奥瑞金,索菲亚,晨光股份,齐心集团,共创草坪,麒盛科技,奥普家居,思摩尔国际,朝云集团,泉峰控股,玛格家居,皇派家居

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。