

宠物赛道高景气，产能渐次释放助增长

——依依股份（001206）深度报告

分析师：袁艺博

SAC NO: S1150521120002

2023年03月31日

一级行业——二级行业
美容护理——一个护用品

证券分析师

袁艺博
022-23839135
yuanyb@bhqz.com

评级：**增持**

上次评级：

目标价格：

最新收盘价：24.91元

最近半年股价相对走势



相关研究报告

《后疫情时代，宠物赛道长坡厚雪——宠物行业专题报告》2023.02.21

投资要点：

● **依依股份：规模平稳扩张，盈利开始恢复的宠物卫生用品领先企业**

公司成立于1990年，通过ODM/OEM模式为海外客户供应宠物卫生用品，系A股第一家宠物卫生用品上市企业。2022年营收规模达到15.16亿元，同比增长15.75%。伴随去年下半年原材料价格下行，以及产品提价成效显著，Q3和Q4毛利率环比提升2.08pct.和0.13pct.

● **宠物行业：多驱共振，“它经济”御风上行**

我国宠物行业发展具备良好的经济基础，且抗风险韧性较强。2022年行业规模2,706亿元，2011-2022年CAGR为25.58%。后疫情时代，我国宠物行业发展或再迎良机。我们认为：1) 宠物犬猫总数超过1亿只，且处于壮年期，支撑千亿行业体量；2) 在国内出生率未现明显拐点前，超2亿单身群体和已婚未育家庭养宠潜力将被进一步挖掘；3) 老龄化趋势确立，宠物能给老年人带来陪伴，缓解生活孤独，且有益身心健康。相比年轻群体，“银发族”宠物消费能力更强，60后宠物消费偏好是80后的1.7倍；4) 宠物角色拟人化，单宠年均消费金额提升，2021年达到2,216.3元，同比+8.23%。综合来看，未来宠物行业具备充足发展空间，而食品、用品等将直接受益。

● **宠物卫生用品：需求稳定，盈利边际改善已至**

宠物卫生用品为养宠必需品和消耗品，短期看，原材料价格下行，卫生用品迎来盈利改善催化剂。未来宠物犬猫进入老年期，罹患泌尿系统等方面疾病风险增加，卫生用品具备充足发展空间。预计2025年，仅犬用尿垫规模就将接近120亿元。

● **产品力托举内外销发力，公司未来内生+外延双驱发展可期**

公司拥有先发优势，产品矩阵完整，6S管理方法降本增效，宠物垫、无纺布产品投入产出比接近100%，收购无纺布企业，既保供应又稳盈利，通过与客户的深度合作，明确产品研发方向，推动单价提升，2017-2020年，宠物垫与宠物尿裤单价CAGR分别为2.19%和4.56%。公司与众多大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店拥有长期合作关系，去年大力开发海外新客户，2022年外销收入增长16.04%，未来海外新客户开发，将为收入增长提供充足潜能。内销方面，设立子公司一坪花房作为业务开展抓手，通过自有品牌+ODM/OEM模式同步推进。目前，已经与多家宠物品牌运营商开展业务合作，且自有品牌也已具备一定市场影响力。IPO募投预计今年内将建设完毕，实现产能跃升，预计合计贡献利润接近1.5亿元。设立产业基金，构建未来外延并购发展的可能。

● **投资建议与盈利预测**

伴随养宠规模的不断扩大，未来国内宠物行业将持续高速增长。公司作为A股首家上市宠物卫生用品企业，年内实现产能跃升，内外销同步发力下，未来成长潜力充足。我们预测23-25年EPS分别为1.37元/1.64元/2.05元，对应PE估值分别为17.99倍/15.02倍/12.05倍。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

养宠规模扩大不及预期，公司产能落地不及预期，新客户拓展不及预期，汇率波动，原材料价格波动。

财务摘要 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,310	1,516	1,797	2,051	2,353
(+/-)%	5.6%	15.7%	18.5%	14.1%	14.7%
息税前利润 (EBIT)	148	119	201	238	309
(+/-)%	-44.9%	-19.6%	68.7%	18.6%	30.0%
归母净利润	114	151	181	217	271
(+/-)%	-41.3%	32.0%	20.5%	19.7%	24.7%
每股收益 (元)	0.96	1.14	1.37	1.64	2.05

表：三张表及主要财务指标

资产负债表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	219	346	373	430	594	营业收入	1,310	1,516	1,797	2,051	2,353
应收票据及应收账款	281	255	286	309	335	营业成本	1,091	1,308	1,489	1,686	1,895
预付账款	20	9	24	28	33	营业税金及附加	6	11	10	12	14
其他应收款	3	3	5	6	8	销售费用	19	20	24	28	32
存货	173	196	208	231	249	管理费用	37	41	49	58	68
其他流动资产	51	11	-9	-4	1	研发费用	9	20	25	29	34
流动资产合计	1,214	1,220	1,366	1,490	1,717	财务费用	6	-31	-12	-9	-9
长期股权投资	0	36	36	36	36	资产减值损失	-1	-3	0	0	0
固定资产合计	441	601	724	841	934	信用减值损失	-2	0	0	0	0
无形资产	51	50	50	50	50	其他收益	3	4	4	4	5
商誉	0	0	0	0	0	投资收益	7	29	23	25	27
长期待摊费用	3	2	1	1	1	公允价值变动收益	1	17	0	10	7
其他非流动资产	33	16	16	16	16	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1,968	2,019	2,463	2,722	3,061	营业利润	149	194	240	286	357
短期借款	0	0	0	0	0	营业外收支	0	-2	-1	0	0
应付票据及应付账款	180	142	204	240	301	利润总额	149	193	239	286	357
预收账款	0	0	0	0	0	所得税费用	35	42	57	69	86
应付职工薪酬	18	17	19	21	23	净利润	114	151	181	217	271
应交税费	15	21	22	25	28	归属于母公司所有者的净利润	114	151	181	217	271
其他流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.96	1.14	1.37	1.64	2.05
预计负债	0	0	0	0	0	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债合计	242	209	271	314	381	营收增长率	5.6%	15.7%	18.5%	14.1%	14.7%
股东权益	1,725	1,810	2,191	2,409	2,679	EBIT 增长率	-44.9%	-19.6%	68.7%	18.6%	30.0%
现金流量表 (百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	净利润增长率	-41.3%	32.0%	20.5%	19.7%	24.7%
净利润	114	151	181	217	271	销售毛利率	16.7%	13.7%	17.2%	17.8%	19.5%
折旧与摊销	36	53	26	39	10	销售净利率	8.7%	9.9%	10.1%	10.6%	11.5%
经营活动现金流净额	19	201	209	227	279	ROE	6.6%	8.3%	8.3%	9.0%	10.1%
投资活动现金流净额	-751	-9	-382	-170	-115	ROIC	6.5%	5.1%	7.0%	7.5%	8.8%
筹资活动现金流净额	892	-69	200	0	0	资产负债率	12.3%	10.3%	11.0%	11.5%	12.5%
现金净变动	163	129	27	57	164	PE	48.33	21.33	17.99	15.02	12.05
期初现金余额	55	217	346	373	430	PB	2.54	1.77	1.49	1.35	1.22
期末现金余额	217	346	373	430	594	EV/EBITDA	22.62	16.66	12.75	10.24	8.36

目 录

1. 依依股份：规模平稳扩张，盈利开始恢复的宠物卫生用品领先企业.....	7
1.1 国内领先的宠物卫生用品制造商.....	7
1.2 规模稳步扩大彰显成长性，成本压力缓解盈利开启恢复.....	8
2. 宠物行业：多驱共振，“它经济”御风上行.....	9
2.1 海外经验显示，宠物行业穿越周期能力较强.....	9
2.2 国内宠物行起步晚，但发展快.....	11
2.3 多驱动齐力推动宠物行业未来发展.....	12
2.3.1 宠物行业的发展，已具备较好的消费经济基础.....	13
2.3.2 养宠人数和宠物数持续增长，造就充足市场体量.....	14
2.3.3 人口结构变化，单身人群和银发族将扩大养宠人群.....	15
2.3.4 宠物角色拟人化，消费金额水涨船高.....	18
3. 宠物卫生用品：需求稳定，盈利边际改善已至.....	19
3.1 养宠文明意识提升，与未来宠物老龄化支撑卫生用品需求.....	19
3.2 盈利边际改善，将成今年宠物卫生用品行业催化剂.....	20
3.3 未来国内宠物卫生用品具备充足需求.....	22
4. 产品力托举内外销发力，公司未来内生+外延双驱发展可期.....	23
4.1 布局上游构建成本优势，深度合作下游客户强化产品力.....	23
4.2 产能扩张强基础，内外销聚力助成长.....	27
5. 盈利预测与估值.....	32
5.1 盈利预测.....	32
5.2 估值与投资建议.....	34
6. 风险提示.....	35

图 目 录

图 1: 依依股份发展历程	7
图 2: 依依股份股权结构	8
图 3: 2015-2022 年公司营收实现翻倍	8
图 4: 2022 年归母净利润高增 31.96%	8
图 5: 宠物垫为公司第一大产品	9
图 6: 公司海外业务收入占比超过 95%	9
图 7: 原材料涨价造成公司盈利能力波动	9
图 8: 2022 年下半年公司毛利率开始恢复	9
图 9: 宠物行业分类	10
图 10: 2027 年全球宠物行业将达到 3,500 亿美元	10
图 11: 美国为全球第一大宠物市场	11
图 12: 美国宠物行业增长良好	11
图 13: 美国宠物行业穿越周期能力较强	11
图 14: 全球 VS 中国宠物行业发展阶段	12
图 15: 中国宠物行业规模持续扩大	12
图 16: 宠物犬市场规模大于宠物猫	12
图 17: 我国宠物渗透率相对较低	13
图 18: 美国拥有宠物家庭数量众多	13
图 19: 疫情成为美国人养宠热情提升的催化剂	13
图 20: 中国人均 GDP 2022 年超过 1.3 万美元	14
图 21: 2022 年国内居民可支配收入超过 5,500 美元	14
图 22: 中国宠物行业同样具备较好的成长韧性和穿越周期的能力 (%)	14
图 23: 2022 年全国养宠 (猫狗) 人数将超过 7,000 万	15
图 24: 2020 年我国宠物 (猫狗) 数量便已上亿	15
图 25: 90 后为当下养宠主力 (%)	15
图 26: 为爱养宠奠定高宠物消费意愿基础 (%)	15
图 27: 我国初婚登记人口下降明显	16
图 28: 单身、未婚人群的养宠潜力不可忽视	16
图 29: 一线和新一线单身群体养宠比例高	16
图 30: 养宠可满足陪伴、压力缓解等重要诉求	16
图 31: 2022 年我国新出生人口跌破 1,000 万	17
图 32: 已婚未育夫妇养宠意愿高	17
图 33: 80 后人群养宠“陪伴父母”动机占比高	18
图 34: 我国人口老龄化趋势较为明确	18
图 35: 宠物主将宠物视为家人 (%)	18
图 36: 单只宠物消费金额平稳增长	18
图 37: “宠物公共区域便溺不清理”为重点不文明现象 (%)	19
图 38: 国内宠物卫生用品行业规模超 200 亿元	19
图 39: 宠物犬猫泌尿系统和肾脏问题占比提升明显 (%)	20
图 40: 国内宠物犬年龄结构分布 (%)	20
图 41: 国内宠物猫年龄结构分布 (%)	20

图 42: 聚丙烯现货价格走势 (元/吨)	21
图 43: 纸浆现货价格走势 (元/吨)	21
图 44: 原材料价格波动压制宠物卫生用品企业盈利 (%)	21
图 45: 2022 年公司研发费用增长 126%	24
图 46: 公司研发费用营收占比提升	24
图 47: 6S 管理造就高投入产出比 (%)	26
图 48: 公司无纺布制造自用比例高	27
图 49: 公司无需外采无纺布	27
图 50: 公司产品单价呈现提升趋势 (元)	27
图 51: 公司建设了内外双循环营销体系	28
图 52: 公司前五大客户收入占比基本维持 50%以上	29
图 53: 新客户开发推动 2022 年海外收入平稳增长	29
图 54: 公司产品覆盖超过 40 个国家和地区	29
图 55: 公司内销业务占比不高	30
图 56: 公司自有品牌和代工品牌入选好评榜 TOP 10	31

表 目 录

表 1: 假设至 2025 年国内宠物犬数量超过 6,000 万只	22
表 2: 我们测算至 2025 年国内宠物犬用尿垫市场规模或接近 120 亿元	23
表 3: 公司在宠物卫生用品领域已构建完整产品矩阵	24
表 4: 公司部分在建工程进度 (截至 2022 年年末)	31
表 5: 公司参投产业基金合伙人情况	32
表 6: 公司主营拆分明细 (百万元)	33
表 7: 公司与同业估值对比	34

1. 依依股份：规模平稳扩张，盈利开始恢复的宠物卫生用品领先企业

1.1 国内领先的宠物卫生用品制造商

公司为 A 股第一家宠物卫生用品上市企业。依依股份成立于 1990 年，前身为天津市津西津华福利皮鞋化工厂，1998 年更名为天津市依依卫生用品厂转型切入卫生护理用品领域。2003 年，公司切入宠物一次性卫生用品赛道，2009 年全面转向宠物一次性卫生护理用品。2015-2016 年，公司先后收购高洁、出售万润特建筑安装，延伸向产业链上游无纺布领域，并进一步聚焦主业。2021 年，公司完成在深交所正式挂牌上市，成为 A 股第一家宠物卫生用品上市企业。

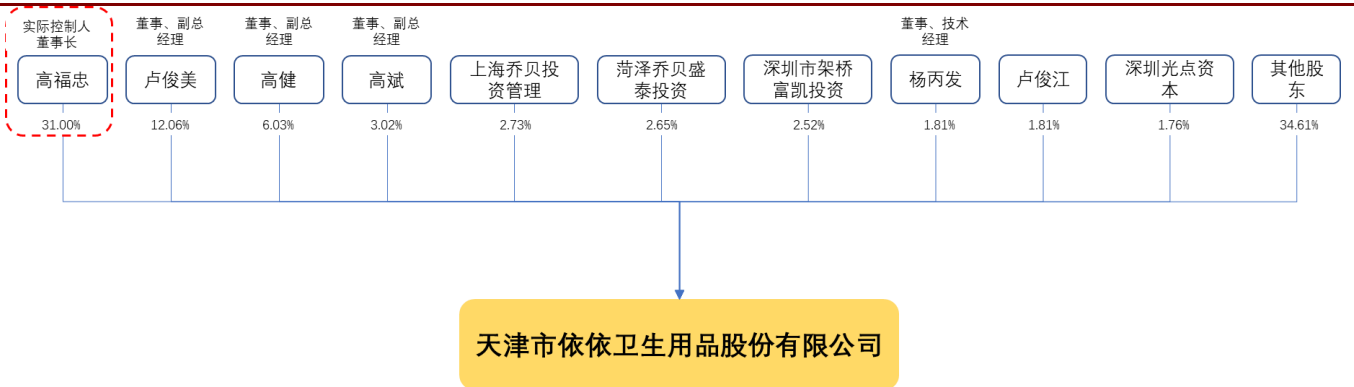
图 1：依依股份发展历程



资料来源：公司公告，渤海证券

公司股权集中，核心管理人员共享成长红利。截至 2022 年末，公司董事长高福忠先生，持有公司 31.00% 的股份，为第一大股东实际控制人。高福忠先生儿子与侄子高健和高斌分别持有公司 6.03% 和 3.02% 的股份，公司董事、副总经理卢俊美与其哥哥卢俊江分别持有股份 12.06% 和 1.81%。公司董事、技术负责人杨丙发先生，持有公司 1.81% 的股份。

图 2: 依依股份股权结构

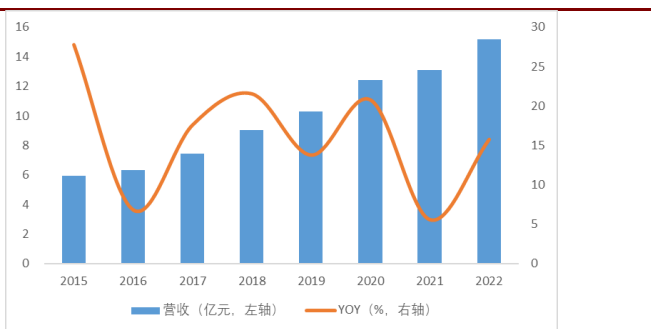


资料来源: 公司公告, 渤海证券

1.2 规模稳步扩大彰显成长性, 成本压力缓解盈利开启恢复

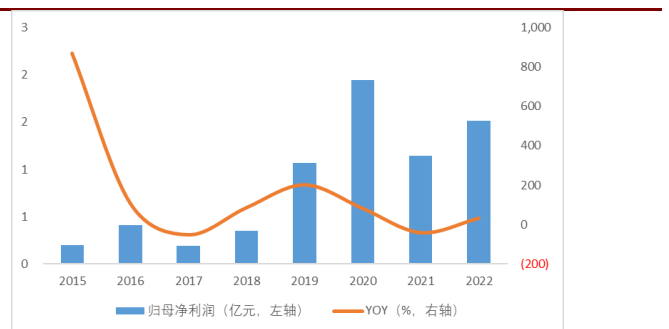
营收近年实现翻倍, 利润规模快速壮大。2021 年, 公司实现营收 13.10 亿元, 同比增长 5.56%, 较 2015 年营收规模实现翻倍, 期间 CAGR 达到 14.15%。2022 年, 伴随公司产能的进一步释放, 依托于对南美洲、欧洲以及亚洲市场的大力拓展, 营收规模达到 15.16 亿元, 同比增长 15.75%。2019 年, 公司归母净利润突破 1 亿元, 受原材料成本高企拖累盈利的影响, 2021 年同比下滑 41.33%至 1.14 亿元。去年, 在原材料价格开始有所松动, 以及公司产品提价之后, 归母净利润实现 31.96%的增长, 达到 1.51 亿元。

图 3: 2015-2022 年公司营收实现翻倍



资料来源: ifind, 渤海证券

图 4: 2022 年归母净利润高增 31.96%

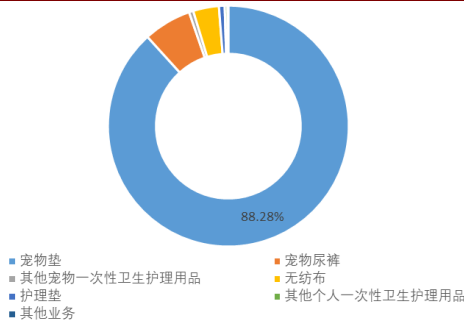


资料来源: ifind, 渤海证券

境外销售为主, 宠物垫系核心产品。宠物垫为公司核心产品, 2022 年相关业务收入达到 13.38 亿元, 同比增长 15.16%, 占比达到 88.28%, 较 2021 年同期下降 0.45pct。公司第二大产品宠物尿裤, 虽然在 2022 年收入增长 36.14%, 但其在主营中占比仅 6.44%, 对拉动收入增长共享度相对有限。业务模式上, 公司以 ODM/OEM 的出口模式为主, 产品远销美国、日本、意大利、英国、巴西、韩国等 40 多个国家和地区。2022 年公司海外业务收入达到 14.42 亿元, 同比增长

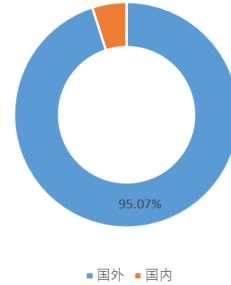
16.04%，占比达到 95.07%。

图 5：宠物垫为公司第一大产品



资料来源: ifind, 渤海证券

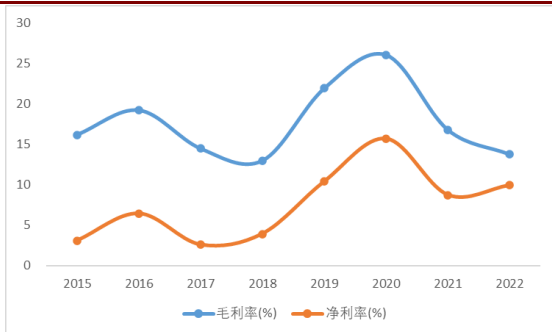
图 6：公司海外业务收入占比超过 95%



资料来源: ifind, 渤海证券

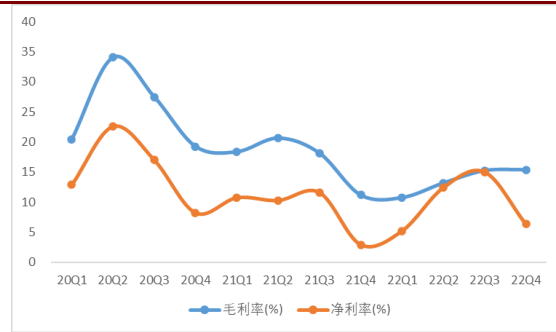
成本压力缓解，单季度毛利率开始恢复。2015-2020 年，期间内公司盈利能力持续提升，至 2020 年二季度单季毛利率和净利率分别达到 34.02%和 22.60%，创近三年峰值。但进入 2020 年下半年，受疫情、通胀等因素影响，公司核心原材料绒毛浆、高分子材料等价格上涨，推动制造成本水涨船高，盈利水平下降明显。至 22 年一季度，公司毛利率和净利率分别下降至 10.76%和 5.20%。公告显示，22 年上半年公司绒毛浆采购成本同比增长 32.96%，高分子材料采购成本同比增长 22.66%。进入去年下半年，伴随原材料价格的松动，以及二季度部分产品提价的效果显现，Q3 和 Q4 毛利率环比分别提升 2.08pct.和 0.13pct.。

图 7：原材料涨价造成公司盈利能力波动



资料来源: ifind, 渤海证券

图 8：2022 年下半年公司毛利率开始恢复



资料来源: ifind, 渤海证券

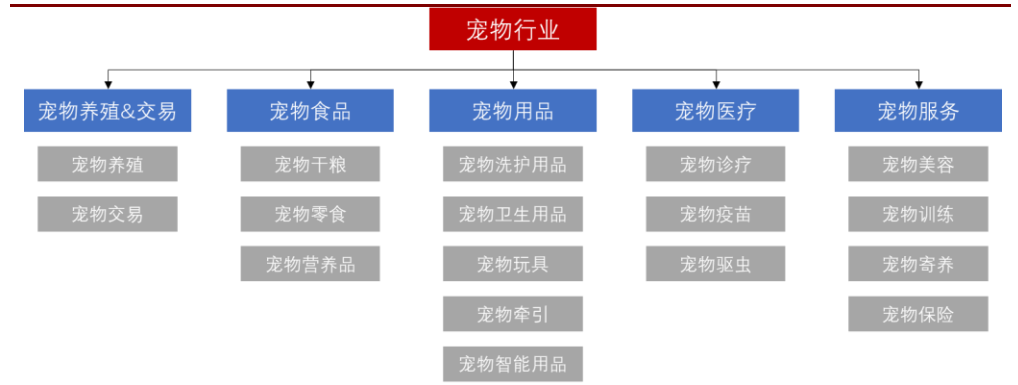
2. 宠物行业：多驱共振，“它经济”御风上行

2.1 海外经验显示，宠物行业穿越周期能力较强

全球宠物行业发展成熟，美国为第一大市场。宠物行业涵盖饲养、吃、穿、玩、用等多个领域，目前阶段，全球市场已发展的较为成熟。Common Thread 数据显示，2022 年，全球宠物行业规模达到 2,610 亿美元，同比增长 12.5%。2022-2027

年，全球宠物行业 CAGR 将为 6.1%，并达到 3,500 亿美元的规模。按照《2022 全球宠物市场白皮书》数据测算，2021 年，美国宠物行业在全球范围占比超过 40%，为第一大宠物市场。

图 9：宠物行业分类



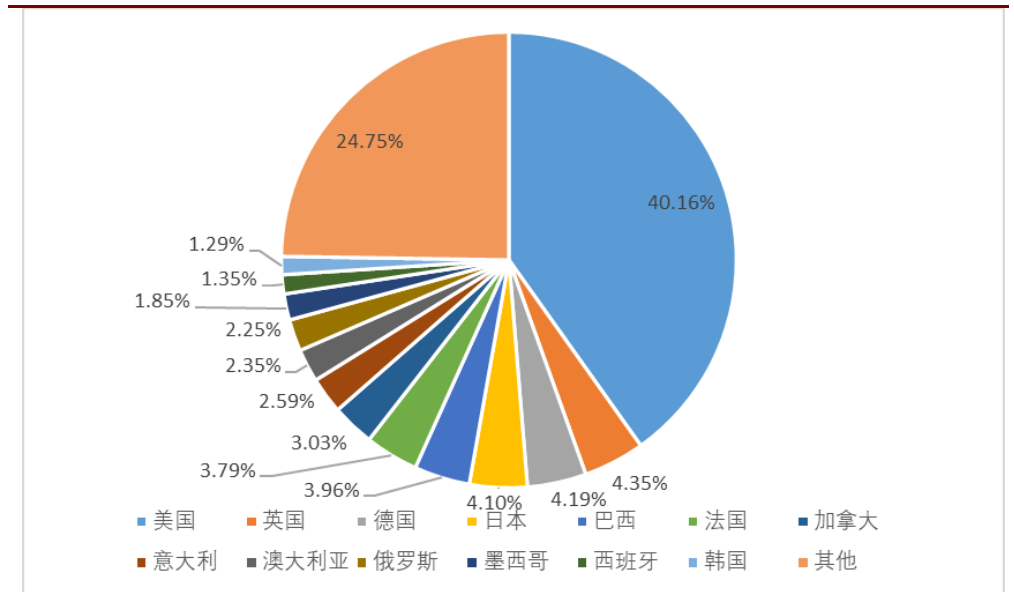
资料来源：智研咨询，渤海证券制作

图 10：2027 年全球宠物行业将达到 3,500 亿美元



资料来源：Common Thread，渤海证券

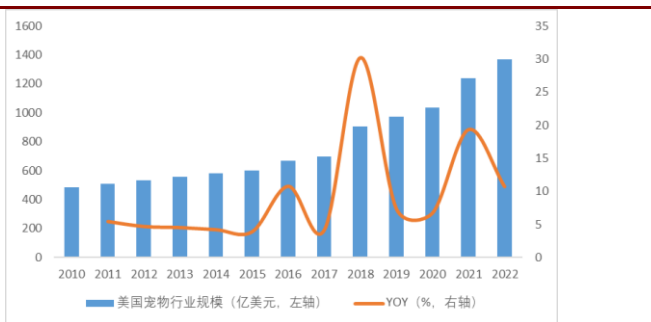
图 11: 美国为全球第一大宠物市场



资料来源:《2021 全球宠物市场白皮书》, 渤海证券制作

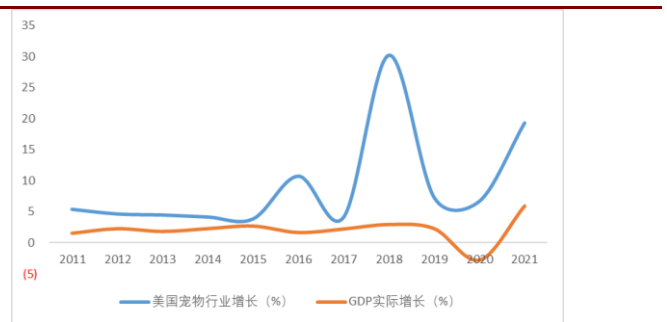
2022 年美国宠物行业双位数增长, 且行业穿越周期能力较强。根据 APPA 数据显示, 2022 年, 美国宠物行业市场规模 1,368 亿美元, 同比增长 10.68%, 2011-2022 年, CAGR 为 9.39%。结合美国 GDP 实际增长率来看, 宠物行业受经济波动影响较小。对于宠物主而言, 宠物相关消费属于刚需, 促使行业具备较强穿越周期的能力。

图 12: 美国宠物行业增长良好



资料来源: APPA, 渤海证券

图 13: 美国宠物行业穿越周期能力较强

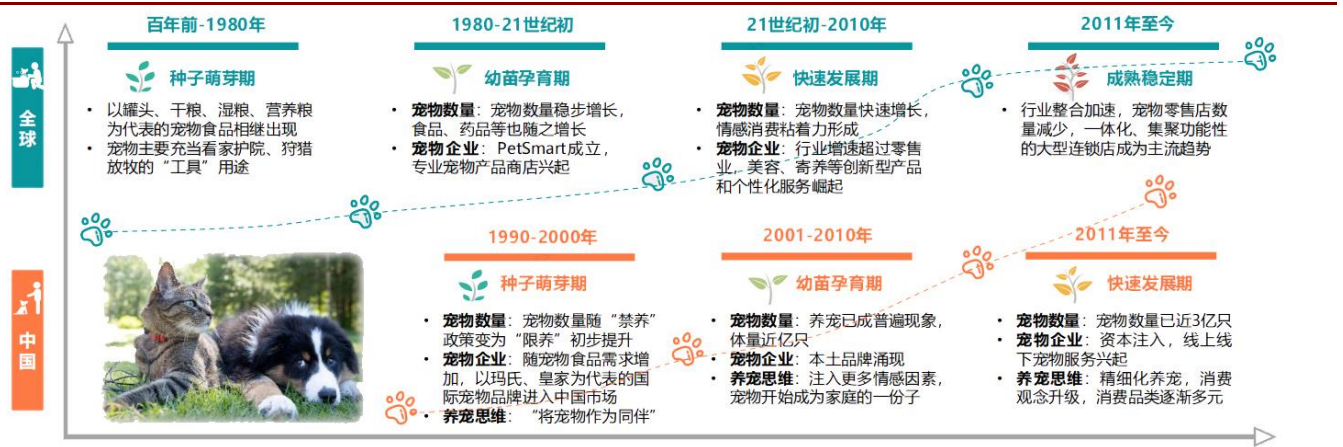


资料来源: APPA, 世界银行, 渤海证券

2.2 国内宠物行起步晚, 但发展快

正处于快速发展期的中国宠物行业。相比于美国, 我国宠物行业起步较晚, 上世纪 90 年代之前, 国内宠物政策基本以“禁养”为主, 1992 年中国小动物保护协会的成立促使“宠物伴侣”的概念开始兴起。伴随“禁养”政策逐步变化, 至 2003 年北京市出台《北京市养犬管理规定》, 随后国内各地先后出台养犬相关规定, 养宠数量限制也逐渐放开。从 2011 年开始至今, 国内宠物行业处于快速发展周期。

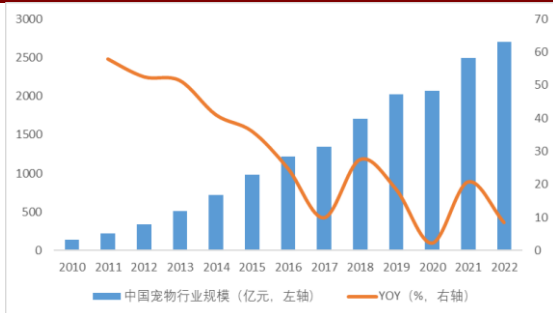
图 14: 全球 VS 中国宠物行业发展阶段



资料来源: Mob 研究院, 渤海证券

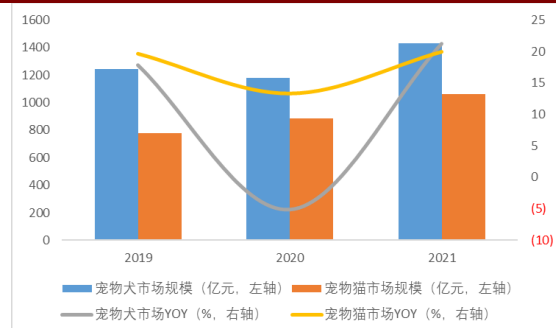
国内宠物行业规模超过 2,700 亿元。伴随国内宠物行业进入高速发展期，我国城镇宠物（犬、猫）市场规模从 2011 年的 221 亿元，增长至 2021 年的 2,496 亿元，CAGR 为 27.43%，2022 年行业规模达到 2,706 亿元，同比增长 8.41%。具体来看，国内宠物犬市场规模高于宠物猫，2021 年为 1,430 亿元，同比增长 21.2%。

图 15: 中国宠物行业规模持续扩大



资料来源: 《2021 年中国宠物行业白皮书》, 公司年报, 渤海证券

图 16: 宠物犬市场规模大于宠物猫



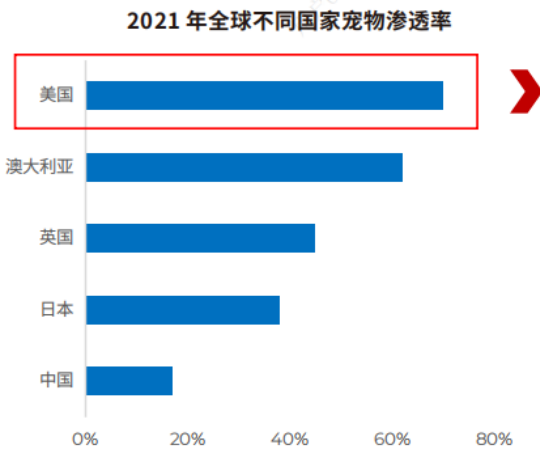
资料来源: 《2021 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

2.3 多驱动齐力推动宠物行业未来发展

我国宠物渗透率 20%，具备较大发展空间。根据飞书深诺的报告数据显示，2021 年，美国宠物渗透率高居全球首位，拥有狗、猫的美国家庭占比超过 70%。其中，拥有宠物狗的美国家庭接近 7,000 万户，拥有宠物猫的家庭超过 4,000 万户。反观国内，2021 年我国宠物渗透率约在 20% 左右，京东《2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》显示，宠物家庭渗透率在 2022 年为 20%。综合来看，我国宠物渗透率较海外发达国家有较大差距，直接对标来看未来我国宠物行业具备较大发

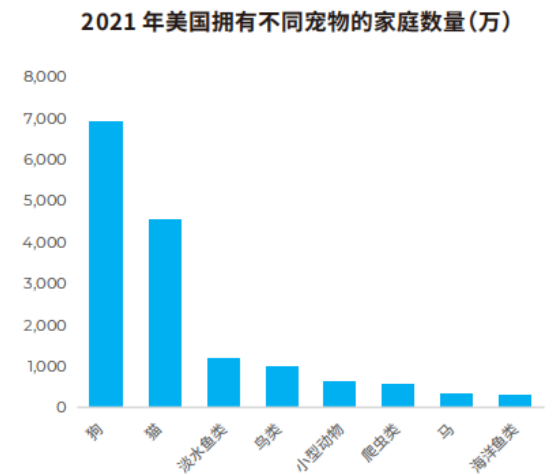
展空间。

图 17: 我国宠物渗透率相对较低



资料来源: 飞书深诺, 渤海证券

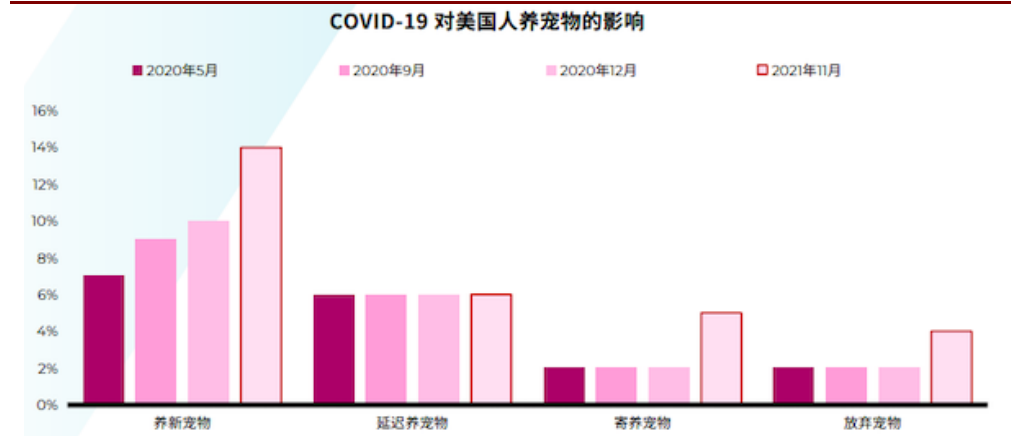
图 18: 美国拥有宠物家庭数量众多



资料来源: 飞书深诺, 渤海证券

后疫情时代, 我国宠物行业发展或再迎良机。以美国为例, 新冠疫情催化了养宠热情。2020 年 5 月, 美国新冠疫情初期阶段, 美国人宠物领养比例仅 6%-7%, 至 2021 年 11 月提升至 14%, 华经产业研究院数据显示, 至 2022 年 2 月仍保持 14% 的领养比例。我们认为, 在我国对于新冠疫情严防严控阶段, 居民居家时间显著拉长, 对于独居人群而言, 陪伴与心灵慰藉的缺位, 或已成为近年来在生活中暴露出的新痛点。而在此背景之下, 宠物的陪伴属性与情绪价值进一步凸显。我们看好, 在良好经济基础与收入预期增长之下, 线上线下场景快速恢复, 叠加人口结构与消费行为变化, 推动养宠人群扩大, 以及宠物消费金额的提升。

图 19: 疫情成为美国人养宠热情提升的催化剂

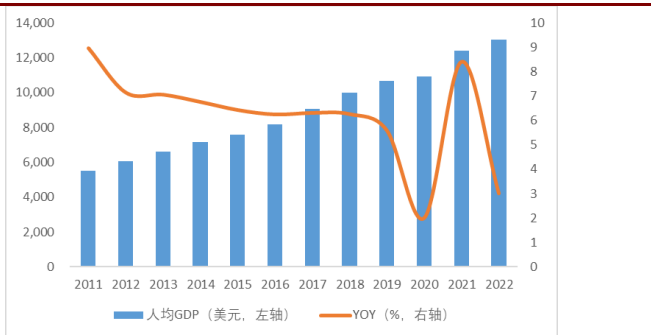


资料来源: 飞书深诺, 渤海证券

2.3.1 宠物行业的发展, 已具备较好的消费经济基础

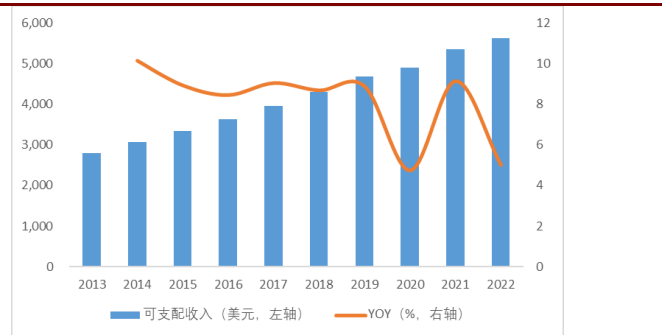
良好的经济基础将助力宠物行业更进一步。根据中国农业大学动物医学院的研究成果，当一个国家的人均 GDP 达到 3,000-8,000 美元，宠物产业就会快速发展。结合近 12 年人民币兑美元平均汇率测算，2011 年我国人均 GDP 超过 5,000 美元，2019 年超过 1 万美元。而在此期间，国内宠物行业获得长足发展，行业平均增速达到 32.67%。近三年虽受疫情影响，宠物行业增长有所波动，但整体增长情况始终优于人均 GDP 增长，行业具备较强的抗风险韧性。另一方面，我国人均可支配收入于 2014 年突破 3,000 美元，2022 年超过 5,500 美元。我们认为，宠物行业穿越经济周期的能力相对较强，叠加现阶段我国在经济与消费层面均具备良好的基础，将共同支撑未来宠物行业进一步成长。

图 20: 中国人均 GDP 2022 年超过 1.3 万美元



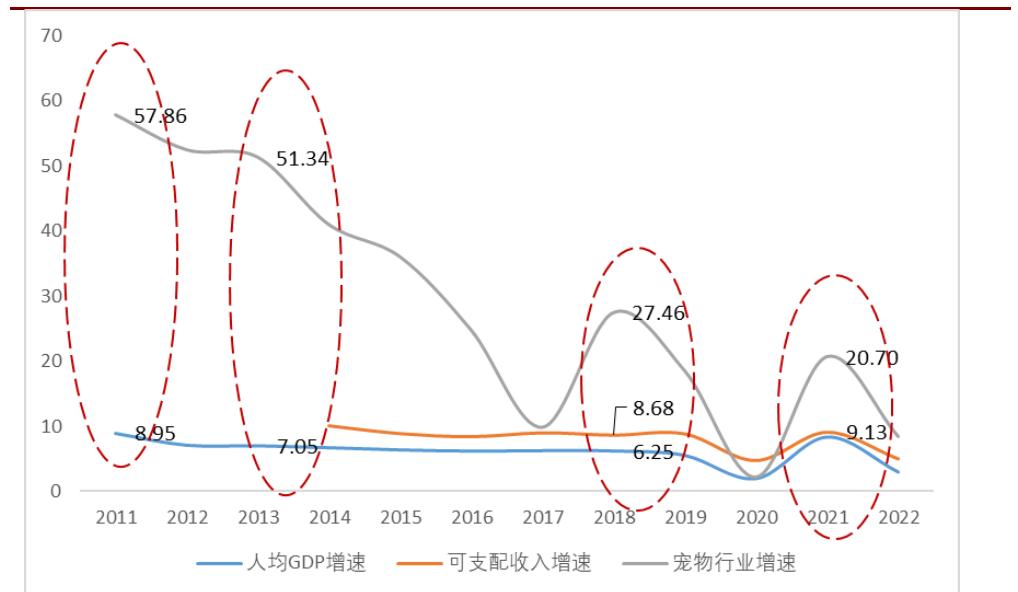
资料来源: ifind, 渤海证券, 测算汇率为近 12 年各年均值

图 21: 2022 年国内居民可支配收入超过 5,500 美元



资料来源: ifind, 渤海证券, 测算汇率为近 12 年各年均值

图 22: 中国宠物行业同样具备较好的成长韧性和穿越周期的能力 (%)

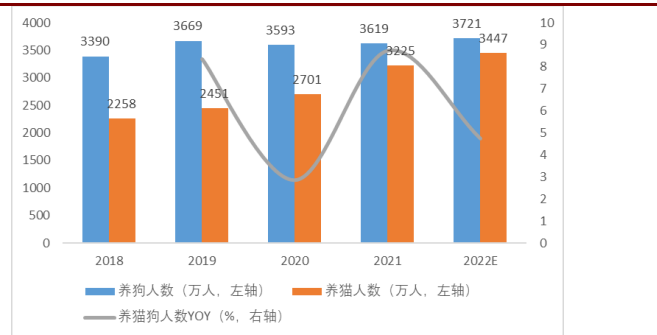


资料来源: ifind、《2022 年中国宠物行业白皮书》，渤海证券

2.3.2 养宠人数和宠物数持续增长，造就充足市场体量

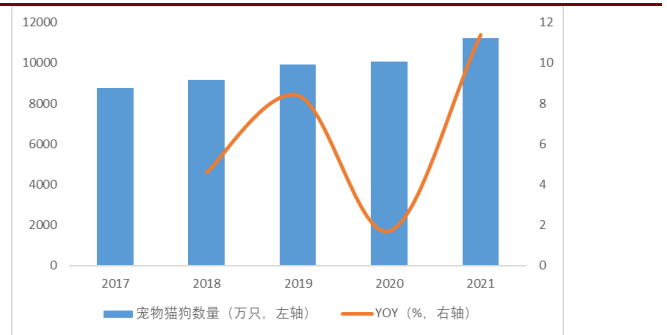
近 7,000 万养宠人群、超亿只宠物，构建千亿级市场下限。2021 年全国养犬和养猫的总人数达到 6,844 万人，同比增长 8.74%，预计 22 年超过 7,000 万人。其中，2021 年养狗人数为 3,619 万人，同比增长 0.72%，养猫人数为 3,225 万人，同比增长 19.40%。宠物猫狗合计数量在 2021 年超过 1 亿只，同比增长 11.4%。我们认为，现阶段国内宠物年龄水平基本处于壮年期（艾瑞咨询数据：宠物狗平均年龄 2.7 岁、宠物猫为 2.2 岁），即便在养宠人群和宠物数量不增加的情况下，依托于对宠物食品、用品、药品、疫苗等刚需品和消耗品的持续消费，在未来 10 年（宠物狗平均寿命 10-15 岁、宠物猫平均寿命 13-18 岁）依然能够支撑千亿级市场下限。

图 23: 2022 年全国养宠（猫狗）人数将超过 7,000 万



资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》，渤海证券

图 24: 2020 年我国宠物（猫狗）数量便已上亿

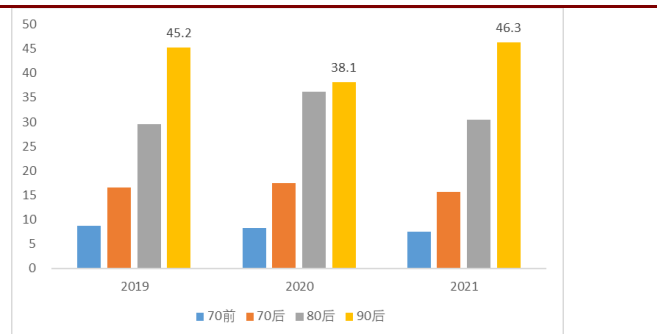


资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》，渤海证券

2.3.3 人口结构变化，单身人群和银发族将扩大养宠人群

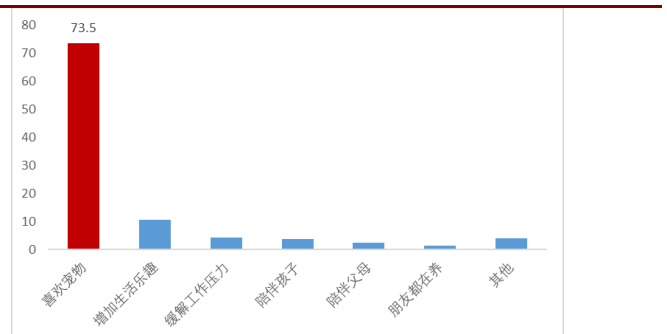
为爱养宠，90 后为当下养宠主力。1990 年之后出生人群为我国目前养宠主力人群，2021 年数据显示 90 后宠物主占比达到 46.3%，较 2020 年提升 8.2pct。其中，90-95 年出生人群占比为 23.4%，95 后为 22.9%。73.5% 的宠物主因为“喜欢宠物”而饲养宠物，为爱养宠奠定了较高的为宠消费意愿。

图 25: 90 后为当下养宠主力 (%)



资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》，渤海证券

图 26: 为爱养宠奠定高宠物消费意愿基础 (%)

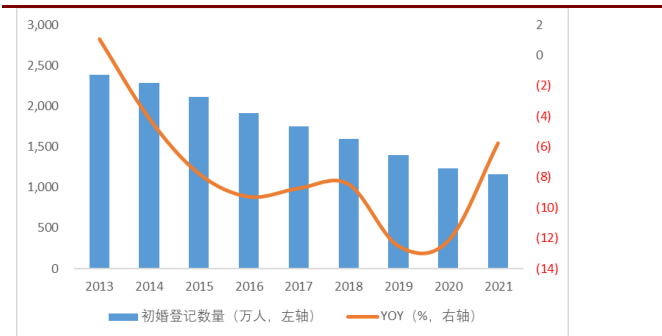


资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》，渤海证券

单身、未婚人群后续养宠潜力将被激发。2014 年以来，国内初婚登记人数持续
请务必阅读正文之后的声明

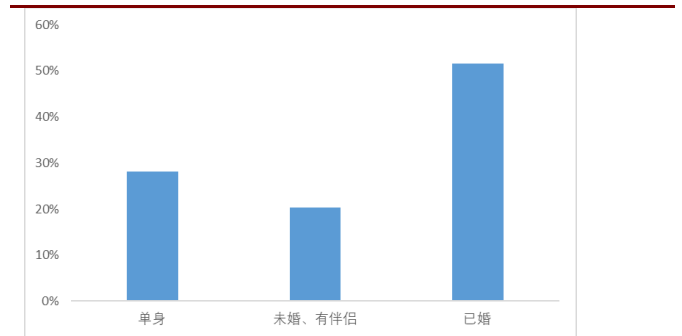
下降，至 2021 年为 1,157.80 万人，同比下滑 5.76%。民政部公布的数据显示，我国单身成年人口达到 2.4 亿人，2021 年有超过 9,200 万的成年人处于独居状态。目前来看宠物主的婚姻状况，已婚人群虽然占比达到 51.5%。但是我们认为，当下年轻人群，尤其是单身未婚人群，工作和生活压力相对较大，情绪慰藉和宣泄渠道相对较少，而饲养宠物能够极好的满足陪伴、压力释放等诉求。同时，饲养宠物也匹配当下年轻消费人群，悦己型消费和精神满足型消费的发展趋势。因此，在一线和新一线城市单身群体宠物饲养比例高，且未来还有进一步释放的可能。

图 27: 我国初婚登记人口下降明显



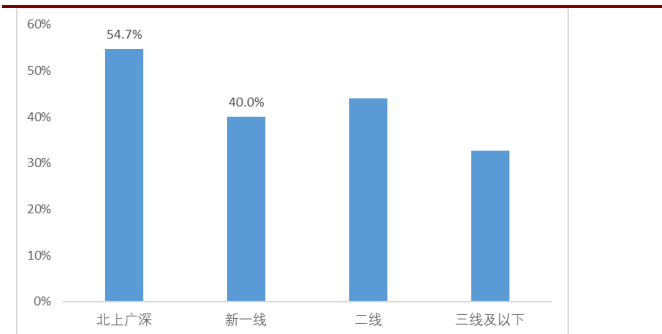
资料来源: ifind, 渤海证券

图 28: 单身、未婚人群的养宠潜力不可忽视



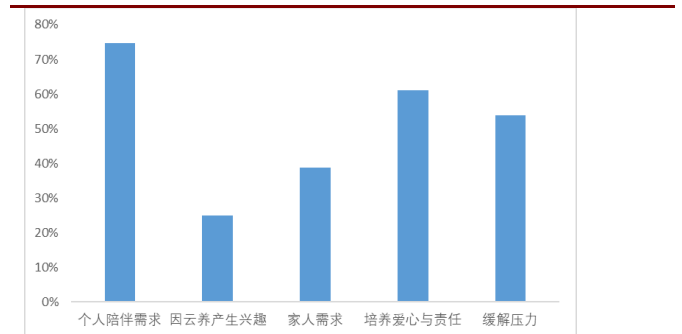
资料来源: MobTech, 渤海证券

图 29: 一线和新一线单身群体养宠比例高



资料来源: 艾媒咨询, 渤海证券

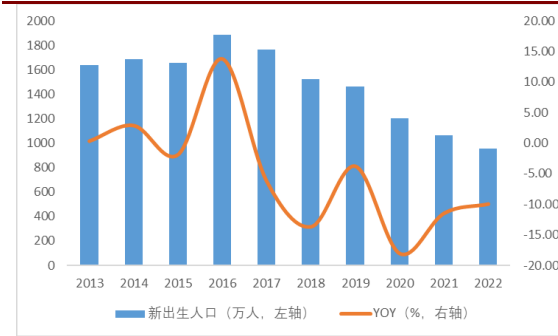
图 30: 养宠可满足陪伴、压力缓解等重要诉求



资料来源: KuRunData 库润数据、MobTech, 渤海证券

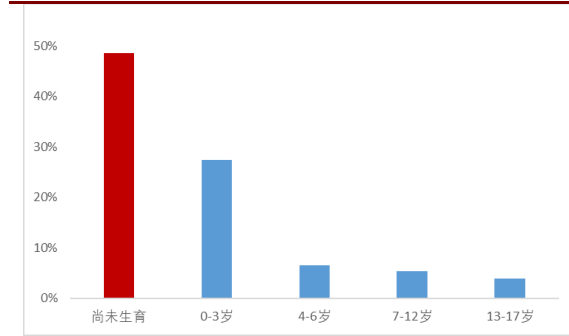
“生娃”与“养宠”并不矛盾。从已婚宠物主生育情况来看，48.6%的人处于尚未生育的状态。而 2022 年，我国新出生人口数跌破千万，为 956 万人，同比下降 9.98%。我们认为，在已婚夫妇生育意愿未明显提升，以及新出生人口数未现拐点之前，宠物仍将在已婚未育和丁克家庭中扮演重要的陪伴角色。另一方面，我们也认为，即便是在出生人口恢复增长的情况之下，“生娃”与“养宠”也并不矛盾，饲养宠物能够很好的培养孩子的责任心与爱心，并且也能成为孩子感知和认知世界的一种方式。此外，例如饲养陪伴犬或护卫犬作为宠物，在特定情况之下，还能保障孩子的安全。

图 31: 2022 年我国新出生人口跌破 1,000 万



资料来源: ifind, 渤海证券

图 32: 已婚未育夫妇养宠意愿高



资料来源: MobTech, 渤海证券

银发族养宠“不差钱”，且有益身心。目前来看，我国社会进入深度老龄化的趋势已不可避免，根据 2022 年《政府工作报告》数据，2001 年中国 65 岁以上人口超过 7%，标志进入老龄化社会，用了 21 年的时间即 2021 年步入深度老龄化，预计 2057 年中国 65 岁以上人口达 4.25 亿人的峰值，占总人口比重 32.9%-37.6%。同时，空巢老人和独居老人等问题也较为突出。

伴随第一批独生子女 80 后人群的父母开始步入老年时期，“陪伴父母”的养宠动机占比显著高于其他年龄段。就老年群体而言，根据快乐老人联合支付宝发布的《2021 年老年人退休生活趣事报告》，老年人退休后想做的 50 件事，其中“养只听话的宠物”位列其中，老年人对于宠物的接受度正逐步增加。

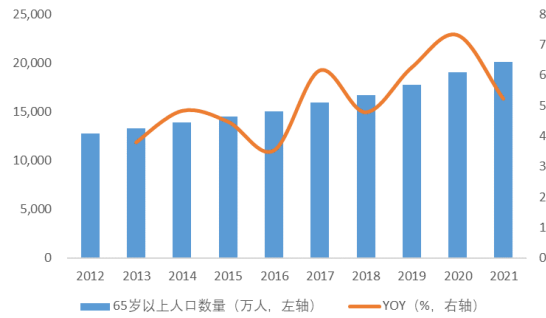
由于老年人在时间和经济等方面，相较于年轻人更为充裕，因此在养宠方面的消费也更具动力。京东数字研究院发布的《代际消费洞察报告》显示，60 后用户在宠物消费上有着巨大的动力，其宠物消费偏好是 80 后的 1.7 倍。我们认为，养宠虽然不能直接解决老年人身体、生活等方面的问题，但是在子女不在身边时，宠物能给老年人带来陪伴，缓解生活孤独。另一方面，饲养宠物对于老年人的心理和生理健康也较为有益，美国神经病学学会发布的一项调查显示，养猫、狗等宠物可以缓解老年人认知能力下降的速度，有助老年人脑健康。

图 33: 80 后人群养宠“陪伴父母”动机占比高



资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

图 34: 我国人口老龄化趋势较为明确

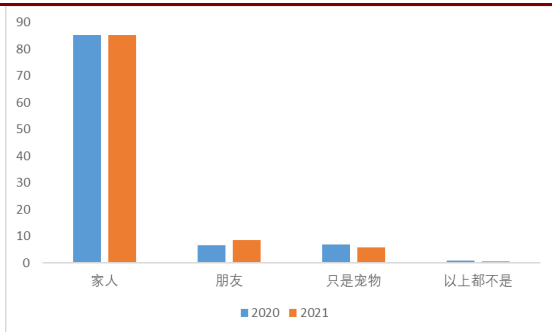


资料来源: ifind, 渤海证券

2.3.4 宠物角色拟人化, 消费金额水涨船高

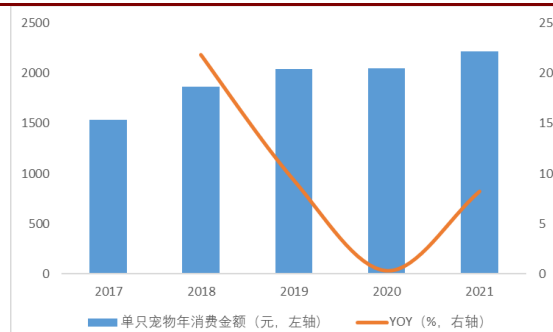
“宠物家人”强化宠物主消费粘性, 拔高消费水平。2017-2021 年, 国内单只宠物年均消费金额实现平稳增长, 至 2021 年为 2,216.3 元, 同比增长 8.23%。从前文中的数据来看, 为爱养宠是消费者成为宠物主的主因, 而宠物也在宠物主的日常生活中, 满足了陪伴、压力缓解、培养责任心等诉求。在此过程中, 宠物角色认知也在不断提升, 角色拟人化带动了宠物家庭地位的提升。2021 年, 85.1% 的宠物主将宠物视为家人, 8.5% 的宠物主将宠物视为朋友。我们认为, 宠物角色的变化与持续升级, 强化了宠物主在宠物领域的消费粘性, 为提升宠物健康和生活品质, 带动了单宠消费金额的稳步提升。同时, 宠物主针对宠物消费需求的变化, 也催生了诸如宠物写真、宠物社交、宠物生日、宠物年夜饭等新消费场景, 进一步夯实消费金额增长基础。

图 35: 宠物主将宠物视为家人 (%)



资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

图 36: 单只宠物消费金额平稳增长



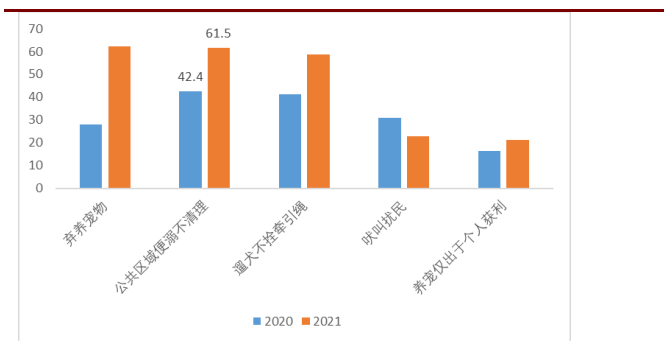
资料来源:《2021 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

3. 宠物卫生用品：需求稳定，盈利边际改善已至

3.1 养宠文明意识提升，与未来宠物老龄化支撑卫生用品需求

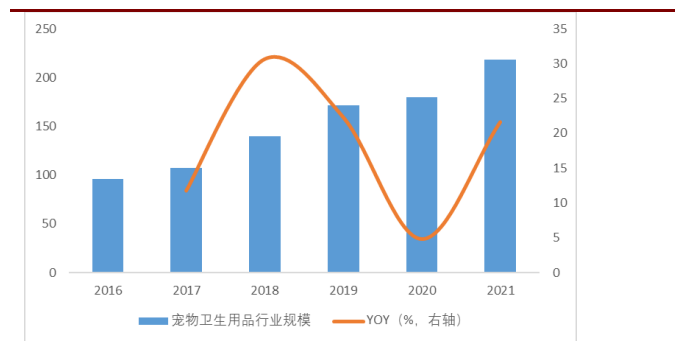
提升文明养宠，卫生用品规模得以壮大。“宠物公共区域便溺不清理”，为公众对养宠对公共环境影响的重点敏感问题之一。2021年，61.5%的人群认为“宠物公共区域便溺不清理”属于典型的不文明养宠行为，紧随占比62.2%的“弃养”行为之后，较2020年提高19.1pct。我们认为，诸如宠物尿垫、尿裤、拾便袋等家用与户外用一次性宠物卫生用品，能够有效解决宠物便溺对公众环境的影响。近年，伴随公众与宠物主对文明养宠重视程度的日益提升，促使国内宠物卫生用品行业规模稳步扩张，2021年达到218.6亿元，同比增长21.65%。

图 37：“宠物公共区域便溺不清理”为重点不文明现象（%）



资料来源：《2021年中国宠物行业白皮书》，渤海证券

图 38：国内宠物卫生用品行业规模超 200 亿元



资料来源：共研网，渤海证券

泌尿系统和肾脏问题困扰宠物，打开一次性卫生用品需求。2020年内，不健康宠物犬猫占比较2019年均出现提升，其中宠物犬提升3pct.，宠物猫提升12.2pct.。而在不健康的宠物犬猫中，泌尿系统和肾脏问题成为提升幅度最为明显的相关疾病。宠物犬泌尿系统问题占比较2019年提升10.8pct.，宠物猫肾脏问题占比提升10.7pct.。虽然出现疾病对于宠物和宠物主而言，均为比较痛苦和困扰的事情。但是就宠物一次性卫生用品行业发展来看，相关产品能够有效解决宠物在家生活期间的排泄问题，且出现相关问题的宠物占比提升将推动产品需求量与单宠消耗量的增加。

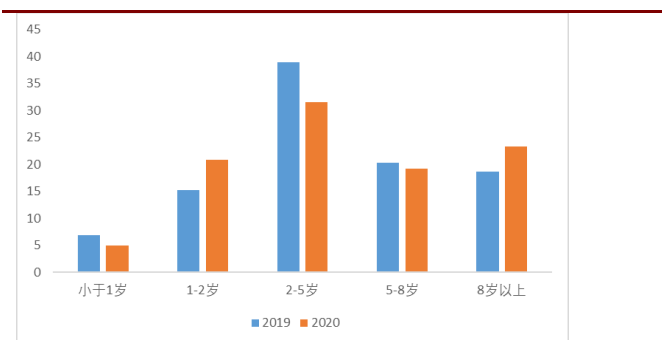
图 39: 宠物犬猫泌尿系统和肾脏问题占比提升明显 (%)



资料来源:《2020 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

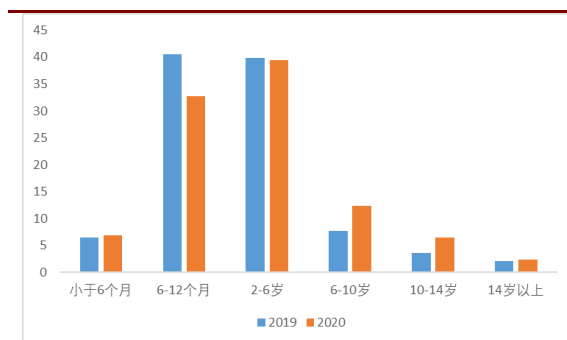
宠物也有老龄化, 未来步入老年期的宠物数量将明显增加。前文中, 我们提及现阶段我国宠物基本处于青壮年阶段, 艾瑞咨询数据显示, 宠物犬平均年龄 2.7 岁、宠物猫为 2.2 岁。具体来看, 2020 年, 国内 2-5 岁的宠物犬占比 31.6%, 5-8 岁占比 19.2%, 宠物猫中 2-6 岁占比 39.4%, 6-10 岁占比 12.3%。通常情况下, 宠物犬 7 岁、宠物猫 10 岁, 即视为进入老年期, 结合 2020 年全国宠物犬猫数量测算, 未来 2 年逐步转入老年阶段的宠物犬猫数量超过 1,500 万只, 而未来 5 年将进入老年阶段的宠物犬猫将超过 3,500 万只。而步入老年期后, 宠物犬猫罹患骨骼、泌尿系统、肾脏、心脑血管等方面的疾病概率将大幅提升。因此, 从该角度来看我们认为, 国内宠物一次性卫生用品具备长足的发展空间。

图 40: 国内宠物犬年龄结构分布 (%)



资料来源:《2020 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

图 41: 国内宠物猫年龄结构分布 (%)



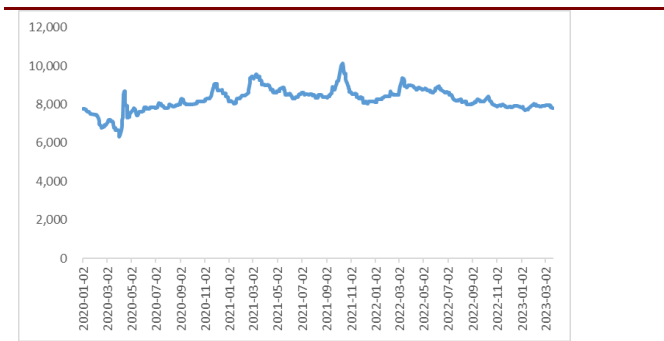
资料来源:《2020 年中国宠物行业白皮书》, 渤海证券

3.2 盈利边际改善, 将成今年宠物卫生用品行业催化剂

原材料价格下行, 宠物卫生用品行业迎来边际改善。纸浆和聚丙烯作为宠物卫生

用品的主要原材料，2020/2021/2022 年纸浆现货均价变动 -8.03%/38.14%/12.12%，聚丙烯现货均价变动 -9.93%/10.38%/-2.91%。在此情况之下，国内宠物卫生用品头部企业盈利水平也承受较大压力。2021 年和 2022 年，依依股份毛利率同比分别下降 9.30pct.和 3.03pct.，中恒宠物毛利率于 2021 年同比下降 4.18pct.。进入今年，原材料价格开始出现松动，截至 3 月 2 日，聚丙烯现货价格较年初下降 0.51%，纸浆价格下跌 10.49%。另一方面，自今年起未来 3 年全球范围内新增纸浆产能将超过 1,000 万吨，纸浆价格下行趋势基本已经确定。我们看好，国内宠物卫生用品行业在规模稳步扩张之下，原材料价格下行趋势确立，推动行业整体盈利水平的逐步改善。

图 42: 聚丙烯现货价格走势 (元/吨)



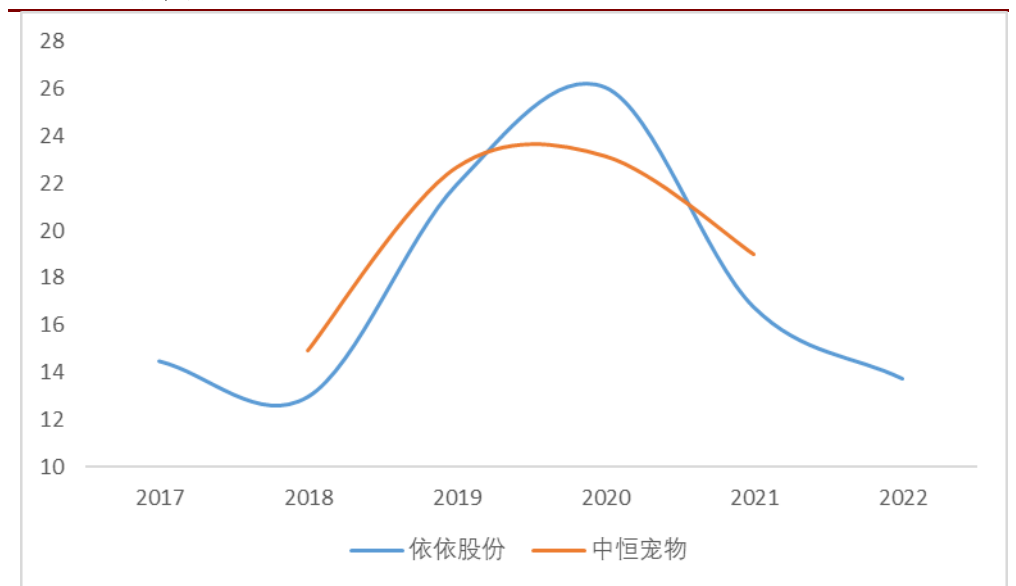
资料来源: ifind, 渤海证券

图 43: 纸浆现货价格走势 (元/吨)



资料来源: ifind, 渤海证券

图 44: 原材料价格波动压制宠物卫生用品企业盈利 (%)



资料来源: ifind, 渤海证券

3.3 未来国内宠物卫生用品具备充足需求

我们预测未来国内仅宠物犬用尿垫市场规模就将接近 120 亿元。我们结合宠物犬用尿垫渗透率、养犬人数、人均养犬数量等因素，在悲观、中性、乐观三种情境下，测算得出至 2025 年国内宠物犬用尿垫规模将达到 116.38 亿元、119.77 亿元和 126.54 亿元。

首先，我们测算至 2025 年，全国养犬人数与宠物犬数量规模，关键假设如下：

- 1) 根据《2021 年中国宠物行业白皮书》数据，2021 年全国养犬人数 3,619 万人，占全国总人口 2.56%，宠物犬数量 5,806 万只，宠物犬主人均养犬数 1.6 只；
- 2) 2022 年全国总人口为 14.12 亿人，假设 2023-2025 年，国内人口总数每年增长 0.02%，至 2025 年全国人口总数为 14.13 亿人；
- 3) 假设 2022-2025 年，国内养犬人数占总人口比重每年提升 0.01pct.，则至 2025 年全国养犬人数占比为 2.60%；
- 4) 假设 2022-2025 年，国内宠物犬主人均养犬数量每年提升 0.02 只，至 2025 年宠物犬主人均养犬数为 1.68 只；
- 5) 基于以上假设我们测算出，至 2025 年，国内养犬人数为 3,673 万人，宠物犬数量为 6,186 万只。

表 1: 假设至 2025 年国内宠物犬数量超过 6,000 万只

	养狗人数 (万人)	宠物狗数量 (万只)	总人口(万 人)	人均养犬数(只)	总人口占比
2018	3390	5085	140541	1.50	2.41%
2019	3669	5503	141008	1.50	2.60%
2020	3593	5222	141212	1.45	2.54%
2021	3619	5806	141260	1.60	2.56%
2022	3628	5893	141175	1.62	2.57%
2023E	3643	5990	141203	1.64	2.58%
2024E	3658	6088	141231	1.66	2.59%
2025E	3673	6186	141260	1.68	2.60%

资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书》、ifind，渤海证券测算

基于宠物犬数量，在悲观、中性和乐观三种情境下，我们测算至 2025 年国内宠物犬用尿垫规模，关键假设如下：

- 1) 《2018 年中国宠物行业白皮书》数据显示，在主要的几种狗用品中，尿垫的渗透率最低仅为 47.8%。基于该数据，我们估算 2021 年，国内宠物犬用尿垫渗透率为 50%。2022-2025 年，在悲观情景下渗透率每年提升 0.5pct.，至 2025 年为 51.5%；在中性情景下渗透率每年提升 1pct.，至 2025 年为 53%；在乐观情境下渗透率每年提升 1.5pct.，至 2025 年为 56%；
- 2) 根据依依股份招股说明书，公司宠物尿垫产品售价约在 0.4 元/片左右，我们假设 2021 年国内宠物犬用宠物尿垫售价为 0.4 元/片，至 2025 年售价上涨至 0.5 元/片；
- 3) 通常情况，宠物犬用尿垫早晚各更换一次，故我们假设日消耗量为 2 片；
- 4) 基于以上假设，根据我们估算，2021 年国内宠物犬用尿垫消费量为 211.92 亿片，行业规模为 84.77 亿元。在悲观、中性、乐观三种情景下，至 2025 年，国内宠物犬用尿垫消费量分别为 232.75 亿片、239.53 亿片、253.09 亿片，行业规模分别为 116.38 亿元、119.77 亿元、126.54 亿元。

表 2: 我们测算至 2025 年国内宠物犬用尿垫市场规模或接近 120 亿元

	2021	2025		
		悲观	中性	乐观
宠物犬数量 (万只)	5806	6191	6191	6191
养犬人数 (万人)	3619	3676	3676	3676
养犬人数在总人口占比 (%)	2.56%	2.60%	2.60%	2.60%
宠物犬尿垫渗透率 (%)	50%	51.50%	53%	56%
尿垫单片价格 (元/片)	0.4	0.5	0.5	0.5
尿垫单日使用量 (片)	2	2	2	2
宠物犬尿垫消费量 (亿片)	211.92	232.75	239.53	253.09
宠物犬尿垫规模 (亿元)	84.77	116.38	119.77	126.54

资料来源: 依依股份招股说明书、ifind, 渤海证券测算

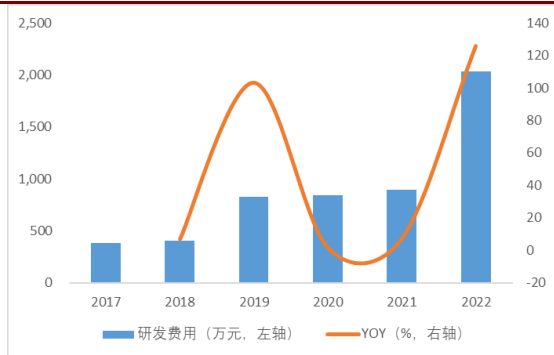
4. 产品力托举内外销发力，公司未来内生+外延双驱发展可期

4.1 布局上游构建成本优势，深度合作下游客户强化产品力

研发费用率持续提升，构建产品力提高之源。我国宠物行业起步相对较晚，而公司 2003 年便已进入宠物卫生用品领域，近 20 年业务发展历程，不仅见证行业成

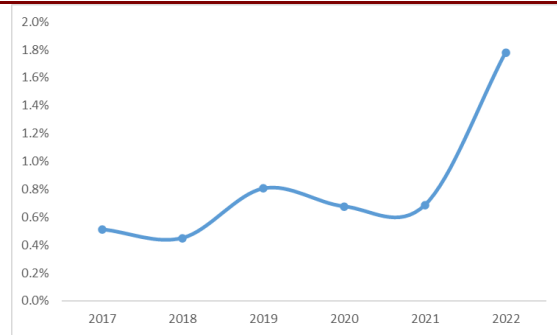
长, 也为公司奠定先发竞争优势。在 ODM/OEM 的模式之下, 为满足不同国家客户需求以及市场准入标准, 公司持续提升研发费用率。至 2022 年, 公司研发费用营收占比从 2017 年的 0.51% 提高至 1.78%, 研发费用达到 2,030.28 万元, 同比增长 126%。依托于研发投入的持续增加, 至 2021 年 4 月, 公司取得专利 55 项, 其中 54 项为实用新型专利。同时, 也使得产品得以持续迭代, 构建完整产品矩阵, 实现在不同尺寸、薄厚、吸水性、环保性差异标准产品间的完美切换。

图 45: 2022 年公司研发费用增长 126%



资料来源: ifind, 渤海证券

图 46: 公司研发费用营收占比提升



资料来源: ifind, 渤海证券

表 3: 公司在宠物卫生用品领域已构建完整产品矩阵

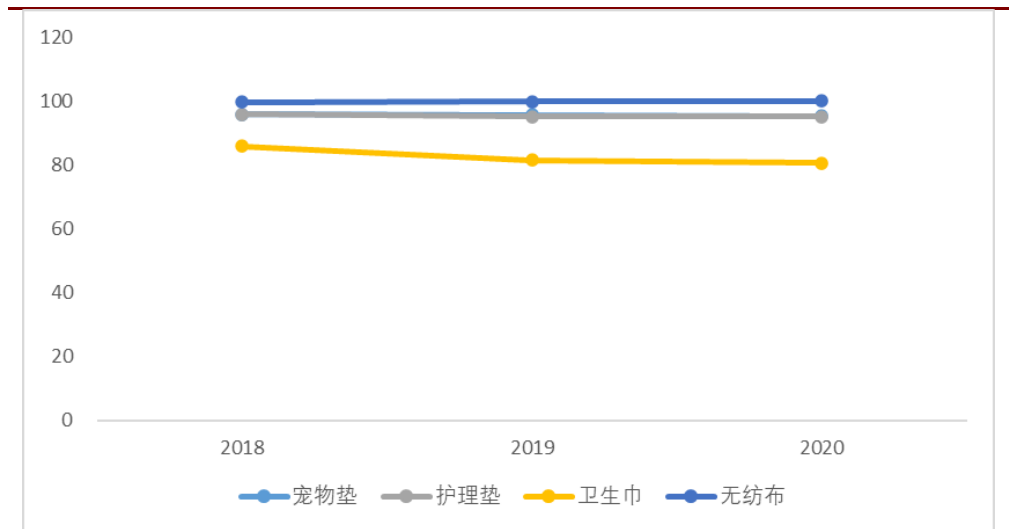
产品类型	品牌	产品	示例
宠物卫生用品	乐事宠	宠物尿垫	
		宠物训导尿垫	
		宠物尿裤	
		拾便袋	

	宠物尿垫	
一坪花房	宠物除臭喷雾	
凯特爱	猫砂	
可爱尾巴	宠物尿垫	
依依	卫生巾	
个人卫生用品	护理垫	
多帮乐		

资料来源：公司官网、公司招股说明书、京东，渤海证券

奉行高标准 6S 管理方法，铸就高投入产出比。公司推行 6S 管理方法，即指整理、整顿、清扫、清洁、安全和素养。6S 管理方法有利于培养员工标准化工作习惯，减少生产的辅助时间，大幅度提高工作效率。在生产端，持续优化设备以提升制造效率，并打造适合于公司的自动化辅助设备，提升生产效率。同时，借助制定并执行原材料节耗政策，减少生产过程中不必要的原材料损耗。管理制度+设备优化+原材料节耗，三箭齐发之下，公司保持较高产品投入产出比。2018-2020 年，公司宠物垫、无纺布产品投入产出比接近 100%，生产过程几乎无损耗。

图 47: 6S 管理造就高投入产出比 (%)

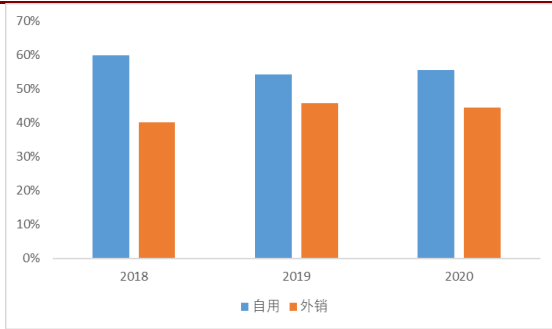


资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券

公司具备完善的产品全流程管控, 保障出众品质。针对不同客户对产品的质量、性能等方面的需求特点, 公司持续完善产品质量体系, 建立从采购、生产到仓储、运输等环节全流程质量控制体系。**1) 原材料选用控制:** 严格供应商考核评审系统, 以行业内知名品牌为供应商, 并对每批原材料进行抽检;**2) 原材料配方:** 针对不同产品需求, 严格控制每单位产品中不同原料的配比比例;**3) 工艺:** 通过不断优化工艺, 提升产品性能;**4) 产品检验:** 在生产过程中对产品生产过程进行控制, 生产完成后按照客户要求由第三方或客户自行进行产品质量检验。依托于产品全流程管控体系, 促使公司已通过 ISO9001:2015 国际质量管理体系认证, 品质深受客户信赖与认可。

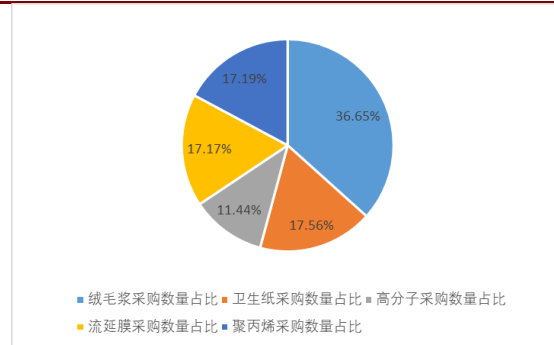
布局上游无纺布, 强化成本优势。2015 年, 收购高洁实现对上游原材料无纺布的布局。招股书数据显示, 2018-2020 年, 高洁制造的无纺布超过 50%以上为公司自用, 较高的自给率促使公司在原材料采购端无需外采, 期间内第一大外购原材料为绒毛浆。我们认为, 公司布局产业链上游, 在保障原材料供给稳定的同时, 也避免了无纺布价格波动对盈利造成的影响。

图 48: 公司无纺布制造自用比例高



资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券

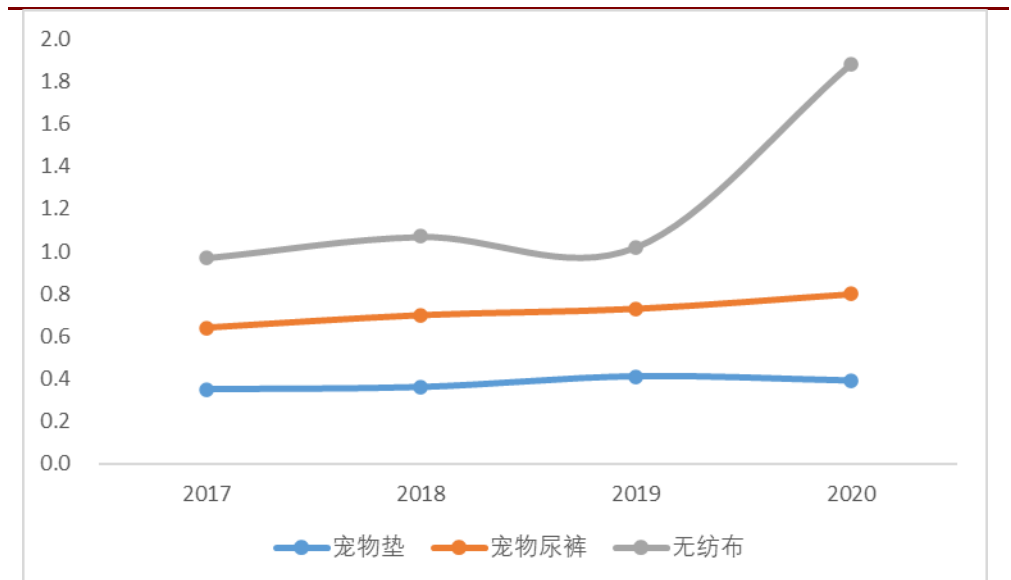
图 49: 公司无需外采无纺布



资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券, 注: 数据为 2020 年原材料采购数据

与下游客户深度合作, 拉动公司产品单价向上。公司已形成以美国、欧洲、日本大型商超、宠物用品专营品牌商和电商平台为主的客户资源体系, 通过与下游客户的深入合作, 利用成熟的市场推广渠道进一步强化对宠物卫生护理市场的深入理解, 与下游客户强强联合, 形成“调研—试产—市场反馈—产品正式推介”的良性互动闭环。凭借与下游客户的良好合作, 促使公司不仅明确新品研发方向, 同时也推动了产品单价的逐步提升。2017-2020 年, 公司宠物垫与宠物尿裤单价均呈现提升, 期间单价 CAGR 分别为 2.19%和 4.56%。2021 年和 2022 年, 公司一次性宠物卫生用品单价分别变动-0.69%和 9.21%, 产品价格延续较好的上升趋势。

图 50: 公司产品单价呈现提升趋势 (元)

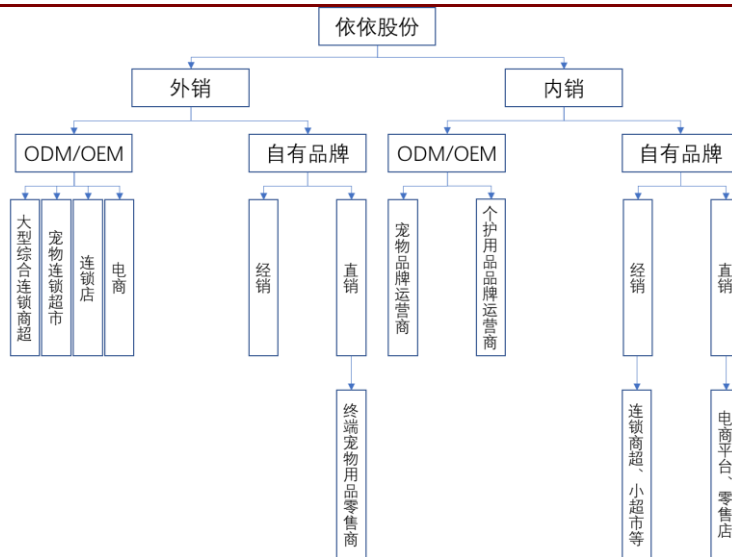


资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券

4.2 产能扩张强基础, 内外销聚力助成长

公司具备内外销双循环销售体系。公司外销收入占比超过 90%，但已经建设完成以 ODM/OEM 为主，内外销兼顾的线上线下经销+直销的营销渠道模式。公司的宠物一次性卫生护理用品主要通过 ODM/OEM 模式向大型综合连锁商超、宠物连锁超市及连锁店、电商平台销售产品。个人一次性卫生护理用品主要通过经销商向综合连锁商超、小型超市销售或者直接向综合连锁商超、小型超市、综合电商平台客户销售。无纺布主要直接向客户销售。

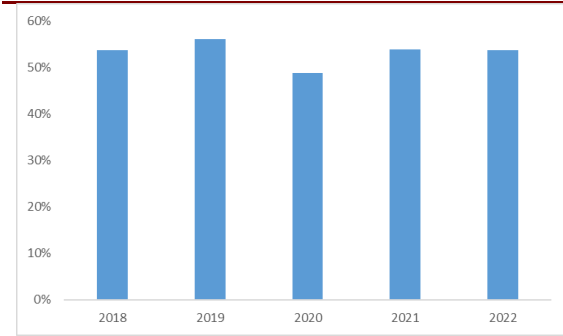
图 51: 公司建设了内外双循环营销体系



资料来源: 公司招股说明书, 渤海证券

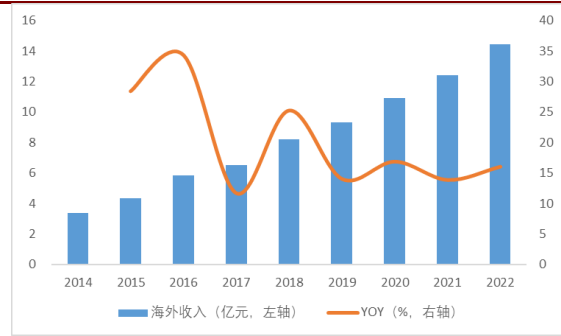
海外客户合作稳定，未来新兴市场开发更具潜力。公司产品远销全球 40 多个国家和地区，与 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本永旺、英国 Pets at home、巴西 Zeedog 等众多大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店拥有长期合作关系。2018-2022 年，除疫情影响之外，公司前五大客户收入占比始终维持 50%以上，依托于公司稳定的海外客户，以及行业先发优势。2020-2022 年，公司对外出口金额占海关统计国内同类出口产品总金额的比例依次为 36.33%、37.00%、38.13%，在同类产品出口市场领域中规模优势极为突出。我们认为，公司原有海外客户中，以美国、日本为主导，对于欧洲、南美以及亚洲等新兴国家市场开发尚不完全。而 2022 年内，公司大力拓展南美洲以及东南亚市场，带动境外收入在去年增长 16.04%。未来海外新客户开发，将为公司收入增长提供充足潜能。

图 52: 公司前五大客户收入占比基本维持 50%以上



资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 53: 新客户开发推动 2022 年海外收入平稳增长



资料来源: ifind, 渤海证券

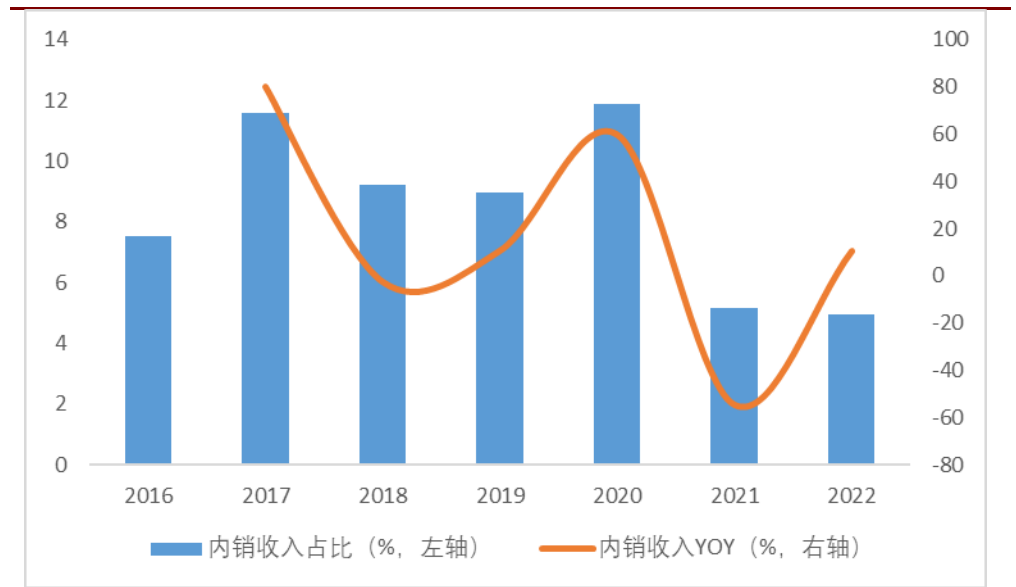
图 54: 公司产品覆盖超过 40 个国家和地区



资料来源: 公司官网, 渤海证券

自有品牌+代工双管齐下, 公司内销蓄力待发。相较于外销, 公司内销收入占比低, 2022 占比仅为 4.93%。而伴随国内养宠规模的不断扩大, 文明养宠观念的盛行, 推动了国内宠物卫生护理用品的市场规模将持续增长。未来公司将顺应行业发展趋势, 进一步整合国内销售资源与营销渠道, 提高国内市场份额。目前来看, 公司内销业务主要通过自有品牌和 ODM/OEM 两种模式开展。

图 55: 公司内销业务占比不高

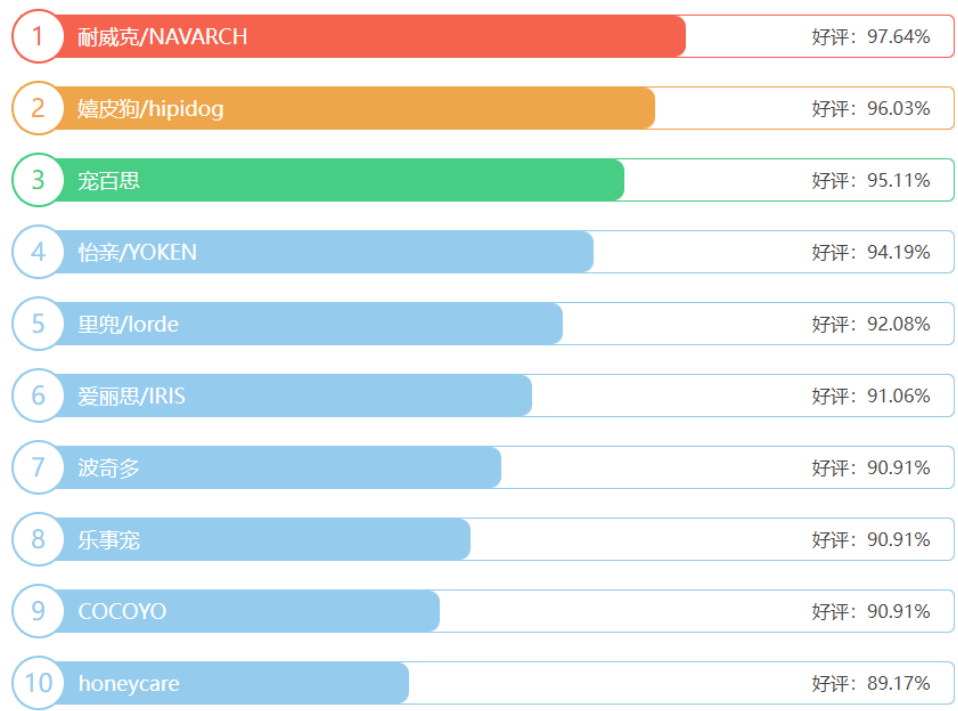


资料来源: ifind, 渤海证券

自有品牌: 公司自有品牌“乐事宠 (HUSHPET)”主要通过经销商、京东自营、天猫、抖音等进行销售。2022 年, 公司设立全资子公司一坪花房, 该公司不仅经营宠物食品、用品的批发和零售, 而且也将专门负责自主品牌的推广与销售。该子公司的设立, 一方面丰富了公司产品矩阵, 另一方面, 也将成为公司拓展国内市场的发力抓手。

ODM/OEM: 公司基于海外业务良好的 ODM/OEM 制造与研发基础, 目前已经与耐威克宠物、疯狂小狗、华元宠物、宠幸等国内知名宠物品牌运营商形成产品供应合作。根据排行榜 123 网数据显示, 公司自有品牌乐事宠与合作品牌耐威克, 均进入 2023 年狗尿垫好评榜十大品牌。我们认为, 公司在产品研发、质量管控等方面具备突出优势, 在增强 ODM/OEM 合作品牌市场竞争力的同时, 也逐步创造出属于自有品牌的市场影响力。

图 56: 公司自有品牌和代工品牌入选好评榜 TOP 10



资料来源: 排行榜 123 网, 渤海证券

产能扩张, 夯实长期发展基础。上市前, 公司产能利用率基本处于较高水平。2020 年, 宠物垫和无纺布产能利用率分别达到 99.11% 和 99.46%。公司 IPO 募投产扩宠物垫、宠物尿裤、无纺布产能, 预计全面达产后将分别新增产能 22.5 亿片、2.2 亿片和 3.1 万吨, 对应利润分别为 8,000 万元、2,700 万元和 4,000 万元。我们认为, 在公司加大海外客户开发, 以及已掌握内销推进抓手的背景之下, 产能扩充将成为未来长期稳定发展的重要基础。截至 2022 年底, 公司 IPO 募投项目中, 宠物垫工程进度超过 80%, 宠物尿裤项目已建设完成, 而无纺布项目预计将今年内建设完毕。

表 4: 公司部分在建工程进度 (截至 2022 年年末)

项目名称	预算数 (元)	工程累计投入占预算比例	工程进度	资金来源
宠物垫项目	386,112,000.00	80.40%	80.40	募股资金
宠物尿裤项目	114,135,500.00	123.87%	100	募股资金
无纺布项目	141,033,800.00	79.22%	79.22	募股资金
卫生护理材料项目	254,305,100.00	21.13%	21.13	募股资金

资料来源: 公司公告, 渤海证券

设立产业基金，打造未来外延并购发展的可能。2022年6月15日，公司公告拟与北京方圆金鼎投资有限公司共同发起设立产业基金。11月11日，公司与方圆金鼎及其他有限合伙人签署《共青城金鲲股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》，公司作为有限合伙人拟出资1亿元，对应份额为50%，初始认缴金额为8,000万元。该产业基金合伙人包括源飞宠物、天元宠物两家国内上市宠物用品企业。我们认为，公司通过产业基金形式，聚焦投资宠物、养老产业等领域，拟通过产业基金在取得资本回报的同时，储备未来产业整合并购项目。另一方面，宠物行业内头部企业跟投产业基金，彰显对行业未来发展的信心，同时也有助于保障产业基金在行业投资方面的专业性与可靠性。

表 5: 公司参投产业基金合伙人情况

序号	合伙人名称	合伙人类型	初始认缴出资额 (万元)	出资比例 (%)
1	北京方圆金鼎投资管理有限公司	普通合伙人	2,200	13.75
2	天津市依依卫生用品股份有限公司	有限合伙人	8,000	50
3	温州源飞宠物玩具制品股份有限公司	有限合伙人	3,000	18.75
4	杭州天元宠物用品股份有限公司	有限合伙人	1,000	6.25
5	胡华	有限合伙人	1,000	6.25
6	陈孝敏	有限合伙人	300	1.88
7	殷潘飞	有限合伙人	500	3.13
	合计		16,000	100

资料来源：公司公告，渤海证券

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设

- 1) 根据公司公告与投资者交流纪要，公司 IPO 募投 22.5 亿片/年宠物垫项目，于 2022 年内项目进度为 80.40%。我们预计 2023-2025 年内，该项目开始逐步释放产能，预计将分别释放 60%/80%/100%，且期间内宠物垫产品单片售

价基本稳定；

- 2) 根据公司公告与投资者交流纪要，公司 IPO 募投 2.2 亿片/年宠物尿裤项目，于 2022 年内建设完成。我们预计 2023-2025 年内，该项目开始逐步释放产能，预计将分别释放 40%/70%/100%，且期间内宠物尿裤单片售价 CAGR 为 1%；
- 3) 根据公司公告与投资者交流纪要，2022 年内，公司自有资金建设无纺布项目投产 9,000 吨，结合资金投入规模我们测算预计该项目总体规模约为 1.8 万吨/年。同时，公司 IPO 募投无纺布项目，延期至今年内建设完成，预计 2023-2026 年将分别释放 15%/50%/100% 产能。结合公司原有产能，预计所有项目建设完毕后公司无纺布产能规模超过 6 万吨/年；
- 4) 受益国际纸浆新产能，预计今年内纸浆价格下行，我们假设公司未来原材料成本持续下行，推动毛利率提升。

表 6: 公司主营拆分明细 (百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,241.01	1,310.02	1,516.34	1797.38	2050.63	2353.07
YOY	20.76%	5.56%	15.75%	18.53%	14.09%	14.75%
宠物卫生用品	1,084.96	1,242.29	1,444.91	1,719.44	1,960.74	2,237.95
YOY	16.46%	14.50%	16.31%	19.00%	14.03%	14.14%
宠物垫	1,015.33	1,162.39	1,338.65	1593.72	1803.83	2054.13
YOY	17.18%	14.48%	15.16%	19.05%	13.18%	13.88%
宠物尿裤	61.31	71.70	97.61	119.44	151.53	179.36
YOY	6.66%	16.95%	36.14%	22.36%	26.87%	18.36%
其他宠物一次性卫生护理用品	1.39	8.20	8.65	6.28	5.38	4.46
YOY	54.44%	489.93%	5.49%	-27.37%	-14.43%	-16.97%
无纺布	109.65	41.97	52.43	55.51	65.93	89.63
YOY	60.54%	-61.72%	24.92%	5.87%	18.77%	35.95%
个人卫生用品	43.83	24.99	17.52	20.92	22.43	23.92
YOY	69.88%	-42.98%	-29.89%	19.40%	7.21%	6.67%
其他业务	2.57	0.77	1.48	1.51	1.54	1.57
YOY	30.46%	-70.04%	92.21%	2.00%	2.00%	2.00%
营业总成本	917.78	1,090.59	1,308.30	1,488.56	1,685.58	1,894.70
宠物卫生用品	836.26	1,030.62	1,242.93	1,421.63	1,606.39	1,791.41
宠物垫	800.82	985.01	1,185.27	1353.33	1522.50	1691.71
宠物尿裤	29.98	39.76	51.61	63.41	79.36	95.74
其他宠物一次性卫生护理用品	0.77	5.85	6.05	4.90	4.54	3.96
无纺布	52.18	40.64	50.89	50.78	61.93	84.86
个人卫生用品	27.17	18.75	13.28	15.63	16.64	17.72
其他业务	2.17	0.58	1.20	0.52	0.62	0.71

毛利	323.23	219.43	208.04	308.81	365.05	458.37
宠物卫生用品	248.70	211.67	201.97	297.81	354.34	446.54
宠物垫	214.51	177.38	153.37	240.39	281.34	362.42
宠物尿裤	31.33	31.94	46.00	56.03	72.17	83.61
其他宠物一次性卫生护理用品	0.62	2.35	2.60	1.39	0.84	0.50
无纺布	57.47	1.33	1.54	4.73	4.00	4.77
个人卫生用品	16.66	6.24	4.24	5.29	5.78	6.20
其他业务	0.40	0.19	0.26	0.99	0.92	0.86
毛利率	26.05%	16.75%	13.72%	17.18%	17.80%	19.48%
宠物卫生用品	22.92%	17.04%	13.98%	17.32%	18.07%	19.95%
宠物垫	21.13%	15.26%	11.46%	15.08%	15.60%	17.64%
宠物尿裤	51.10%	44.55%	47.13%	46.91%	47.63%	46.62%
其他宠物一次性卫生护理用品	44.60%	28.66%	30.06%	22.09%	15.64%	11.21%
无纺布	52.41%	3.17%	2.95%	8.51%	6.06%	5.32%
个人卫生用品	38.01%	24.97%	24.20%	25.30%	25.78%	25.94%
其他业务	15.56%	24.68%	17.57%	65.42%	60.00%	54.51%

资料来源: ifind, 渤海证券

5.2 估值与投资建议

伴随养宠规模的不断扩大, 未来国内宠物行业将持续高速增长。公司作为 A 股首家上市宠物卫生用品企业, 年内实现产能跃升, 内外销同步发力下, 未来成长潜力充足。我们预测 23-25 年公司将实现营收 17.97 亿元/20.51 亿元/23.53 亿元, 同比分别增长 18.5%/14.1%/14.7%, 归母净利润分别为 1.81 亿元/2.17 亿元/2.71 亿元, 同比分别增长 20.5%/19.7%/24.7%, 对应 EPS 分别为 1.37 元/1.64 元/2.05 元, 对应 PE 估值分别为 17.99 倍/15.02 倍/12.05 倍。我们选取了 4 家宠物行业公司、2 家个人护理用品公司, 与公司进行估值对比, 2023 年同业公司平均 PE 为 22.27 倍, 我们给予公司 2023 年 22 倍 PE 估值, 对应涨幅为 22.32%, 首次覆盖给予“增持”评级

表 7: 公司与同业估值对比

代码	公司名称	收盘价 (元)	市值(亿 元)	EPS				PE				PB
				21	22E	23E	24E	21	22E	23E	24E	
001222.SZ	源飞宠物	24.41	33.28	1.34	1.39	1.66	2.16	18.24	17.59	14.73	11.30	2.94
002891.SZ	中宠股份	23.92	70.35	0.39	0.54	0.77	1.07	61.33	43.90	30.98	22.43	3.69
300673.SZ	佩蒂股份	17.25	43.72	0.28	0.73	0.87	1.08	61.61	23.60	19.85	16.00	2.44
301335.SZ	天元宠物	36.67	33.00	1.59	1.36	1.82	2.20	23.06	26.96	20.20	16.67	3.82

605009.SH	豪悦护理	44.44	68.98	2.28	2.37	2.93	3.45	19.49	18.73	15.15	12.87	2.36
003006.SZ	百亚股份	18.46	79.44	0.53	0.44	0.57	0.70	34.83	41.95	32.39	26.37	6.21
	平均值			1.07	1.14	1.43	1.78	36.43	28.83	22.27	17.61	3.58
001206.SZ	依依股份	24.71	32.63	1.21	1.14	1.37	1.64	20.42	21.68	17.99	15.02	1.83

资料来源: ifind, 渤海证券, 注: 收盘价与市值为 2023.03.29 数据; 百亚股份、依依股份 2022 年 EPS 为年报公告数据, 其余公司均为 ifind 一致预期

6.风险提示

■ 国内养宠规模扩大不及预期的风险

国内养宠规模决定宠物卫生用品下游需求, 若未来养宠规模扩大速度与数量不及预期, 则将致使下游需求缩减, 对宠物卫生用品行业增长造成不利影响。

■ 公司产能落地不及预期的风险

未来产能扩张为带动公司增长的重要动力, 目前来看公司已经存在 IPO 募投产能延期建设完成的情况, 若未来其他新建产能未能如期建设完成, 亦或是生产设备调试进度不及预期, 则都将影响公司产品生产制造, 拖累收入增长。

■ 新客户拓展不及预期的风险

公司在 2022 年加大了对于海外新客户的拓展力度, 并持续布局和推进内销业务, 推动了收入较高增长。但新客户开发存在区域政策、产品监管标准、合作要求、认证要求等多因素的不确定性, 若未来新客户开发不及预期, 将造成公司新增产能消纳压力大幅提升, 且拖累业绩增长。

■ 汇率波动的风险

公司超 90%以上为外销业务收入, 而美国又为公司海外销售的重点区域, 若汇率产生较大波动, 在影响产品对外出口需求的同时, 更为重要的是可能造成汇兑损失, 拖累整体盈利。

■ 原材料价格波动的风险

近年来, 公司原材料价格上涨明显, 在成本端造成较大压力, 已经出现压制盈利能力的情况。我们预计, 2023 年原材料价格将开启下行, 公司盈利将迎来好转, 但若出现大幅波动, 将再度对盈利形成压制, 对公司业绩成长造成不利影响。

投资评级说明:

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

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并登记为证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的数据和信息, 独立、客观地出具本报告; 本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点, 结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

免责声明:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保, 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有, 未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“渤海证券股份有限公司”, 也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +862228451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

天津:

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: +862228451888

传真: +862228451615

高级销售经理: 王文君

座机: +861068104637

手机: 18611705783

邮箱: wangwj@bhqz.com

北京:

北京市西城区西直门外大街甲 143 号凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: +861068104192

传真: +861068104192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn