

依依股份 (001206)

证券研究报告

2023年04月01日

收入稳健增长，品类渗透率有望提升客户持续拓展

22 年实现营业收入 15.2 亿元 (yoy+15.75%)，实现归母净利润 1.5 亿元 (yoy +31.96%)，实现扣非后归母净利润 1.14 亿元 (yoy +7.64%)。分季度来看，22 年 Q1-Q4 公司收入同比增速分别为 13.9%、43.7%、10.3%、2.8%。22 年全球宏观经济变化较大，海外客户对消费态度趋于谨慎，客户存在去库压力，在行业整体承压环境下公司收入实现稳健增长，宠物垫为养宠刚需，看好长期渗透率提升。公司北美业务占比 50%，日韩等亚洲客户占比 25%-28%，欧洲占比 10%，22 年 Q3 末，公司对外出口份额占海关统计国内同类出口的 38.9%，公司竞争优势强，出口份额持续提升。

各类产品稳定发展，核心产品营收保持上升趋势。核心产品宠物一次性护理用品实现 14.45 亿元 (yoy +16.31%)，维持稳定增长势头，为公司主要的驱动产品，个人卫生护理用品占比 1.2%。宠物产品中，宠物垫实现 13.39 亿元 (yoy +15.16%)，毛利率 11.46% (yoy -3.80pct)，宠物尿裤实现 0.98 亿元 (yoy +36.14%)，无纺布实现 0.52 亿元 (yoy +24.94%)。

原材料价格与汇兑收益助力，Q3/Q4 毛利率显著改善。22 年公司综合毛利率 13.72% (yoy -3.03pct)，22Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 10.76%/13.17%/15.25%/15.38% (同比-7.6pct/-7.47pct/-2.88pct/+4.2pct)。公司主要原材料为绒毛浆、高分子、无纺布等，其中绒毛浆占比 20-23%，其余材料占比 13-16%。2022 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.31%/2.74%/1.34%/-2.07% (分别同比-0.17pct/-0.1pct/+0.65pct/-2.55pct)。财务费用减少主要受汇兑收益增加影响，研发费用增长主要为公司加大产品研发力度、研发支出增加所致。

公司主要客户销售额上涨，占比保持稳定。公司核心优势在于稳定的客户资源，22 年公司前五大客户合计销售额 8.15 亿元 (yoy +15.52%)，在年度销售总额中占比 53.74% (同比-0.11pct)，其中前两大客户分别占比 20%/14%，前两大客户销售额同比分别增长 8.39%、28.33%。

核心产品产量提升，各类产品产能逐步释放。从量的维度，22 年宠物一次性卫生护理用品销量实现 33.56 亿片 (yoy +6.51%)。产能方面，截至 22 年末，宠物尿裤年产能达 2 亿片，宠物垫项目也逐步达产，建设完成后将达到年产能 50 亿片，同时公司卫生护理材料项目预计于 23 年 12 月建设完成。

出口占比略有提升，国内市场持续开拓。22 年境外收入 14.4 亿元 (yoy +16.04%)，占比 95.07 (同比+0.23pct)，内销实现 0.75 亿元 (yoy +10.48%)。国内市场自有品牌“乐事宠”持续推进，整合营销渠道并逐步提高份额，另外公司亦和“疯狂小狗”品牌运营商、耐威克宠物品牌运营商合作。

盈利预测与估值：我们长期看好依依股份，考虑到客户去库存因素影响，预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 1.82/2.24/2.5 亿元 (23/24 年原值分别为 1.95/2.35 亿元)，同比分别+21%/23%/12%，对应 23-25 年 PE 分别为 18X/15X/13X。

风险提示：原材料价格波动风险；产能释放不及预期风险；疫情反复风险等。

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	24.75 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	132.07
流通 A 股股本(百万股)	64.05
A 股总市值(百万元)	3,268.66
流通 A 股市值(百万元)	1,585.28
每股净资产(元)	13.70
资产负债率(%)	10.35
一年内最高/最低(元)	43.58/23.60

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《依依股份-季报点评:持续拓展海内外业务，新增产能充分利用，营收与净利润稳定增长》 2022-11-09
- 《依依股份-季报点评:21Q3 营收同增 10%逐步回稳，新工厂产能释放&海外订单需求旺盛，看好长期成长空间》 2021-10-21
- 《依依股份-半年报点评:21H1 宠物护理用品收入同增 9.4%，乘宠物经济东风拓品类拓市场可期》 2021-08-29

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,310.02	1,516.34	1,754.03	2,042.39	2,390.17
增长率(%)	5.56	15.75	15.68	16.44	17.03
EBITDA(百万元)	200.12	233.31	290.10	337.74	366.18
归属母公司净利润(百万元)	114.09	150.55	181.99	223.66	250.06
增长率(%)	(41.33)	31.96	20.89	22.89	11.81
EPS(元/股)	0.86	1.14	1.38	1.69	1.89
市盈率(P/E)	28.65	21.71	17.96	14.61	13.07
市净率(P/B)	1.89	1.81	1.64	1.48	1.33
市销率(P/S)	2.50	2.16	1.86	1.60	1.37
EV/EBITDA	18.00	10.31	7.70	5.83	4.72

资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	218.58	346.04	584.31	843.31	1,083.98
应收票据及应收账款	280.54	255.05	339.98	270.38	443.92
预付账款	19.97	9.15	27.72	17.55	30.91
存货	172.88	195.66	164.43	273.75	215.94
其他	521.95	414.43	413.28	421.39	417.61
流动资产合计	1,213.92	1,220.33	1,529.73	1,826.37	2,192.35
长期股权投资	0.00	36.47	36.47	36.47	36.47
固定资产	441.37	600.63	546.81	493.00	439.18
在建工程	169.70	29.38	29.38	29.38	29.38
无形资产	50.84	49.60	48.32	47.04	45.76
其他	91.80	82.39	72.64	80.09	77.66
非流动资产合计	753.71	798.46	733.62	685.97	628.46
资产总计	1,967.63	2,018.79	2,263.35	2,512.35	2,820.81
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	179.66	142.34	209.25	229.47	290.19
其他	38.72	43.09	44.05	48.64	45.94
流动负债合计	218.38	185.42	253.30	278.11	336.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.50	20.34	18.11	18.65	19.03
非流动负债合计	17.50	20.34	18.11	18.65	19.03
负债合计	242.20	208.85	271.42	296.76	355.16
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	94.33	132.07	132.07	132.07	132.07
资本公积	1,219.22	1,181.49	1,181.49	1,181.49	1,181.49
留存收益	411.87	496.38	678.37	902.03	1,152.09
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,725.43	1,809.94	1,991.93	2,215.59	2,465.65
负债和股东权益总计	1,967.63	2,018.79	2,263.35	2,512.35	2,820.81

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	114.09	150.55	181.99	223.66	250.06
折旧摊销	36.36	50.04	55.09	55.09	55.09
财务费用	0.44	0.14	(13.96)	(21.41)	(28.91)
投资损失	(6.69)	(28.98)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	(203.32)	75.07	0.25	(20.28)	(63.82)
其它	78.39	(45.75)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	19.27	201.07	203.38	217.06	192.43
资本支出	235.52	99.29	2.23	(0.54)	(0.38)
长期投资	0.00	36.47	0.00	0.00	0.00
其他	(986.39)	(145.26)	17.77	20.54	20.38
投资活动现金流	(750.86)	(9.50)	20.00	20.00	20.00
债权融资	(2.16)	28.00	14.90	21.93	28.25
股权融资	833.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.37	(97.40)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	892.26	(69.40)	14.90	21.93	28.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	160.67	122.17	238.27	258.99	240.68

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,310.02	1,516.34	1,754.03	2,042.39	2,390.17
营业成本	1,090.59	1,308.31	1,438.30	1,664.55	1,936.04
营业税金及附加	5.80	10.69	10.05	11.71	14.75
销售费用	19.36	19.85	22.80	26.55	31.07
管理费用	37.09	41.48	48.82	56.85	59.75
研发费用	8.98	20.30	21.05	21.95	59.75
财务费用	6.21	(31.44)	(13.96)	(21.41)	(28.91)
资产/信用减值损失	(3.15)	(2.94)	(6.00)	(4.03)	(4.32)
公允价值变动收益	1.20	17.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.69	28.98	20.00	20.00	20.00
其他	(11.99)	(90.43)	0.00	0.00	0.00
营业利润	149.23	194.17	240.96	298.16	333.39
营业外收入	2.50	2.03	4.42	2.98	3.14
营业外支出	2.38	3.69	2.72	2.93	3.11
利润总额	149.36	192.51	242.66	298.21	333.42
所得税	35.27	41.96	60.66	74.55	83.35
净利润	114.09	150.55	181.99	223.66	250.06
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	114.09	150.55	181.99	223.66	250.06
每股收益(元)	0.86	1.14	1.38	1.69	1.89

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	5.56%	15.75%	15.68%	16.44%	17.03%
营业利润	-40.39%	30.11%	24.10%	23.74%	11.82%
归属于母公司净利润	-41.33%	31.96%	20.89%	22.89%	11.81%
获利能力					
毛利率	16.75%	13.72%	18.00%	18.50%	19.00%
净利率	8.71%	9.93%	10.38%	10.95%	10.46%
ROE	6.61%	8.32%	9.14%	10.09%	10.14%
ROIC	8.46%	9.73%	10.93%	11.01%	8.91%
偿债能力					
资产负债率	12.31%	10.35%	11.99%	11.81%	12.59%
净负债率	-12.43%	-15.79%	-29.26%	-37.97%	-43.91%
流动比率	5.40	6.47	6.04	6.57	6.52
速动比率	4.63	5.44	5.39	5.58	5.88
营运能力					
应收账款周转率	5.39	5.66	5.90	6.69	6.69
存货周转率	9.32	8.23	9.74	9.32	9.76
总资产周转率	0.91	0.76	0.82	0.86	0.90
每股指标(元)					
每股收益	0.86	1.14	1.38	1.69	1.89
每股经营现金流	0.15	1.52	1.54	1.64	1.46
每股净资产	13.06	13.70	15.08	16.78	18.67
估值比率					
市盈率	28.65	21.71	17.96	14.61	13.07
市净率	1.89	1.81	1.64	1.48	1.33
EV/EBITDA	18.00	10.31	7.70	5.83	4.72
EV/EBIT	21.74	12.98	9.51	6.97	5.56

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