

# 依依股份 (001206.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 4Q 毛利率环比修复，积极拓海外客户 驱动中期成长

### 业绩简评

3月29日公司发布年报，2022年实现营收15.16亿元，同比+15.75%；实现归母净利润1.51亿元，同比+31.96%，其中4Q实现营收3.76亿元，同比+2.78%；实现归母净利润0.24亿元，同比+123.86%，业绩符合预期。

### 经营分析

全年营收稳健成长，4Q在下游海外客户渠道去库存影响下，营收增速边际收窄。分品类角度，尿裤保持快速成长：22全年宠物尿垫/尿裤/无纺布外销营收13.4/0.97/0.52亿元（同比+15.2%/+36.1%/+24.9%），其中2H22营收分别为6.9/0.46/0.33亿元（同比+3.8%/+15.0%/+138%）。4Q受下游外销客户沃尔玛、亚马逊、PetSmart等去库存影响增速边际放缓，营收同比+2.8%，环比-8.2%。分地区角度，22全年境内/境外营收0.75/14.42亿元（同比+10.5%/+16%）。

受益原材料SAP等价格进入下行周期，毛利率进入修复通道。22年毛利率13.7%（-3pct），其中4Q为15.38%（同比+4.2pct，环比+0.13pct）进入修复通道，主因公司主要原材料SAP价格3Q起进入下行周期；22年底起伴随Arauco、UPM木浆产能释放&海外需求走弱，浆价进入下行通道，看好绒毛浆价格下行盈利弹性释放。受益人民币贬值，22年财务费用/公允价值变动收益（外汇掉期产品结算为主）分别为-3144/1738万元。22年销售/管理&研发/财务费用率分别为1.31%/4.07%/-2.07%，同比-0.17/+0.56/-2.55pct，净利率9.9%（同比+1.13pct）。

产能释放支撑中期成长，短看盈利弹性，猫砂拓品类积极开启第二成长曲线。22年伴随募投项目投放、接入山姆、韩国coupang供应链等支撑成长，20-22年，公司宠物一次性卫生护理用品出口额占国内海关同类产品出口额比例分别为36%、37%、38.1%，并且积极开拓猫砂品类深挖宠物清洁赛道潜力。国内依托自有品牌“乐事宠”积极开拓市场，中长期成长逻辑值得关注。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司23-25年归母净利分别为1.85、2.15、2.52亿元，同比+22.8%/+16.3%/+17%，当前股价对应PE分别为18/15/13X，维持“买入”评级。

### 风险提示

上游原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；海外需求不确定性风险；在建项目不能达到预期收益的风险；汇率波动风险。

轻工组

分析师：尹新悦（执业S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

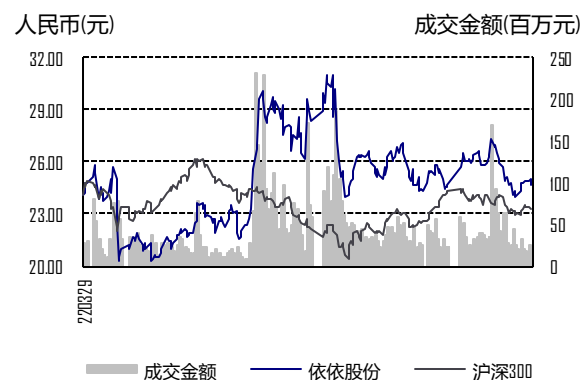
分析师：张杨桓（执业S1130522090001）

zhangyanghuan@gjzq.com.cn

市价（人民币）：24.71元

### 相关报告：

- 《出口韧性彰显，看好盈利持续修复-依依股份三季报点评》，2022.10.21
- 《短期盈利承压，产品升级&内销开拓驱动成长-依依股份一季报点评》，2022.4.26



### 公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,310	1,516	1,768	2,056	2,390
营业收入增长率	5.56%	15.75%	16.59%	16.28%	16.24%
归母净利润(百万元)	114	151	185	215	252
归母净利润增长率	-41.33%	31.96%	22.75%	16.34%	17.04%
摊薄每股收益(元)	1.209	1.140	1.399	1.628	1.905
每股经营性现金流净额	0.17	1.48	1.43	1.83	2.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.61%	8.32%	9.71%	10.62%	11.52%
P/E	N/A	40.70	17.66	15.18	12.97
P/B	N/A	3.39	1.72	1.61	1.49

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,241	1,310	1,516	1,768	2,056	2,390
增长率		5.6%	15.7%	16.6%	16.3%	16.2%
主营业务成本	-918	-1,091	-1,308	-1,461	-1,689	-1,955
%销售收入	74.0%	83.3%	86.3%	82.7%	82.1%	81.8%
毛利	323	219	208	307	367	434
%销售收入	26.0%	16.7%	13.7%	17.3%	17.9%	18.2%
营业税金及附加	-7	-6	-11	-9	-10	-12
%销售收入	0.6%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-13	-19	-20	-25	-29	-33
%销售收入	1.0%	1.5%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-27	-37	-41	-50	-60	-69
%销售收入	2.2%	2.8%	2.7%	2.8%	2.9%	2.9%
研发费用	-8	-9	-20	-23	-25	-29
%销售收入	0.7%	0.7%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	268	148	116	201	244	291
%销售收入	21.6%	11.3%	7.6%	11.3%	11.9%	12.2%
财务费用	-23	-6	31	3	7	6
%销售收入	1.9%	0.5%	-2.1%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	17	30	0	0
投资收益	5	7	29	13	15	15
%税前利润	1.9%	4.5%	15.1%	5.3%	5.5%	4.7%
营业利润	250	149	194	240	269	316
营业利润率	20.2%	11.4%	12.8%	13.6%	13.1%	13.2%
营业外收支	7	0	-2	3	3	3
税前利润	257	149	193	243	272	319
利润率	20.7%	11.4%	12.7%	13.8%	13.2%	13.3%
所得税	-62	-35	-42	-58	-57	-67
所得税率	24.3%	23.6%	21.8%	24.0%	21.0%	21.0%
净利润	194	114	151	185	215	252
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	194	114	151	185	215	252
净利率	15.7%	8.7%	9.9%	10.5%	10.5%	10.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	194	114	151	185	215	252
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	36	50	68	80	99
非经营收益	-5	-9	-46	-37	-7	-12
营运资金变动	-34	-125	40	-27	-47	-55
经营活动现金净流	181	16	195	189	241	283
资本开支	-273	-249	-78	-174	-158	-78
投资	65	-508	44	-100	0	0
其他	5	6	24	13	15	15
投资活动现金净流	-203	-751	-9	-261	-143	-63
股权募资	0	997	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	214	-118	-82
其他	-7	-102	-63	-99	-102	-96
筹资活动现金净流	-7	894	-63	116	-219	-178
现金净流量	-29	160	122	44	-121	42

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	56	219	346	389	268	310
应收款项	207	283	258	344	394	458
存货	108	173	196	188	217	252
其他流动资产	28	539	420	580	584	589
流动资产	399	1,214	1,220	1,501	1,464	1,610
%总资产	43.7%	61.7%	60.4%	62.5%	59.9%	62.6%
长期投资	1	44	88	88	88	88
固定资产	408	611	630	703	775	749
%总资产	44.7%	31.1%	31.2%	29.3%	31.7%	29.1%
无形资产	56	54	51	61	68	75
非流动资产	513	754	798	901	980	960
%总资产	56.3%	38.3%	39.6%	37.5%	40.1%	37.4%
资产总计	912	1,968	2,019	2,402	2,444	2,569
短期借款	0	4	1	229	111	29
应付款项	149	181	146	210	242	281
其他流动负债	35	39	42	58	63	73
流动负债	184	225	189	497	416	383
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	20	3	3	2
负债	200	242	209	500	419	385
普通股股东权益	712	1,725	1,810	1,902	2,025	2,184
其中：股本	71	94	132	132	132	132
未分配利润	343	370	439	531	654	813
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	912	1,968	2,019	2,402	2,444	2,569

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	2.749	1.209	1.140	1.399	1.628	1.905
每股净资产	10.067	18.291	13.705	14.404	15.332	16.537
每股经营现金净流	2.554	0.171	1.476	1.429	1.826	2.140
每股股利	0.000	0.000	0.700	0.700	0.700	0.700
回报率						
净资产收益率	27.30%	6.61%	8.32%	9.71%	10.62%	11.52%
总资产收益率	21.32%	5.80%	7.46%	7.69%	8.80%	9.79%
投入资本收益率	28.45%	6.54%	4.98%	7.14%	9.01%	10.38%
增长率						
主营业务收入增长率	20.76%	5.56%	15.75%	16.59%	16.28%	16.24%
EBIT 增长率	94.72%	-44.68%	-21.92%	73.32%	21.58%	19.38%
净利润增长率	82.16%	-41.33%	31.96%	22.75%	16.34%	17.04%
总资产增长率	33.15%	115.69%	2.60%	18.98%	1.75%	5.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.6	67.7	64.5	70.0	69.0	69.0
存货周转天数	38.6	47.0	51.4	47.0	47.0	47.0
应付账款周转天数	47.0	54.8	44.9	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	57.9	123.0	144.6	137.1	121.8	105.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.04%	-39.54%	-41.20%	-36.31%	-33.96%	-37.15%
EBIT 利息保障倍数	11.6	23.9	-3.7	59.3	-33.3	-45.1
资产负债率	21.92%	12.31%	10.35%	20.80%	17.15%	14.99%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-28	增持	46.38	49.30~49.30
2	2022-04-26	增持	35.88	N/A
3	2022-10-21	买入	30.18	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402