

2023年08月28日

# Q2 需求环比改善，盈利能力有所提升

## 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:	41.84/13.68
目标价格:		总市值(亿)	28.29
最新收盘价:	15.3	自由流通市值(亿)	14.57
		自由流通股数(百万)	95.22

### 事件概述

公司发布2023年中报，2023H1公司实现营收6.28亿元，同比-14.06%，归母净利0.45亿元，同比-31.13%；扣非后归母净利0.43亿元，同比-11.58%；单季度看，23Q2公司实现营收3.45亿元，同比-8.99%，归母净利0.47亿元，同比+0.52%，扣非后归母净利0.48亿元，同比+40.13%。上半年公司受出口订单减少影响收入同比下滑，扣非后净利下滑幅度略小于营收端系原材料采购价格有所回落，归母净利下滑幅度较扣非后归母净利大系公允价值变动净收益较去年同期下降较多。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为1.04亿元，同比+70.10%，主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。

### 分析判断:

#### ▶ 境外增长略承压，盈利能力同比提升

分产品看，2023H1宠物垫/宠物尿裤/其他一次性宠物卫生护理用品/护理垫/其他个人一次性卫生护理用品/无纺布/其他业务营收分别为5.46/0.41/0.04/0.05/0.03/0.28/0.01亿元，同比分别-15.4%/-19.8%/+21.1%/-43.0%/-3.5%/+47.9%，占营收比分别为86.9%/6.6%/0.6%/0.7%/0.5%/4.5%/0.2%。分地区看，23H1公司境外、境内营收分别为5.87、0.42亿元，同比分别-16.4%/+41.0%，占营收比分别为93.4%、6.6%，公司境外业务同比下滑预计系部分大客户去库存周期较长影响。

盈利能力方面，2023H1公司毛利率13.35%、同比+1.35pct，其中公司核心产品宠物垫毛利率11.64%，同比提升2.14pct；23H1公司净利率7.16%，同比-1.77pct，净利率同比下滑系期间费用率提升影响；期间费用方面，2023H1公司期间费用率3.58%，同比+1.01pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为1.82%/3.02%/1.89%/-3.15%，同比分别+0.64%/+0.60%/+0.59%/-0.82pct，销售费用率提升主要系公司业务宣传费用增加所致，财务费用率同比下降系利息收入较去年同期增加所致。

### 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。但考虑到目前行业弱复苏导致部分大客户去库存周期拉长等影响，我们调整此前的盈利预测，公司23-25年营收分别由17.57、20.97、25.25亿元调整至15.55、18.22、21.35亿元；23-25年EPS分别由1.28、1.47、1.78元调整至0.84、0.99、1.16元，按照2023年8月25日收盘价15.3元/股，对应PE分别为18倍、15倍、13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	1,555	1,822	2,135
YoY (%)	5.6%	15.7%	2.5%	17.2%	17.2%
归母净利润(百万元)	114	151	156	184	215
YoY (%)	-41.3%	32.0%	3.7%	17.6%	17.1%
毛利率 (%)	16.7%	13.7%	17.0%	17.5%	17.3%
每股收益 (元)	0.96	1.14	0.84	0.99	1.16
ROE	6.6%	8.3%	8.2%	8.8%	9.4%
市盈率	15.94	13.42	18.12	15.40	13.15

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

**分析师: 宋姝旺**

邮箱: songsw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070002

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,516	1,555	1,822	2,135	净利润	151	156	184	215
YoY (%)	15.7%	2.5%	17.2%	17.2%	折旧和摊销	53	78	78	78
营业成本	1,308	1,290	1,503	1,765	营运资金变动	40	107	-258	105
营业税金及附加	11	9	11	12	经营活动现金流	201	335	-7	386
销售费用	20	20	22	26	资本开支	-78	-2	0	0
管理费用	41	39	44	51	投资	44	0	0	0
财务费用	-31	-10	5	5	投资活动现金流	-9	6	11	13
研发费用	20	17	18	19	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	8	11	13	筹资活动现金流	-69	-66	0	0
营业利润	194	201	235	275	现金净流量	129	275	4	398
营业外收支	-2	-2	0	0					
利润总额	193	200	235	275	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	42	44	51	60	<b>成长能力</b>				
净利润	151	156	184	215	营业收入增长率	15.7%	2.5%	17.2%	17.2%
归属于母公司净利润	151	156	184	215	净利润增长率	32.0%	3.7%	17.6%	17.1%
YoY (%)	32.0%	3.7%	17.6%	17.1%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.14	0.84	0.99	1.16	毛利率	13.7%	17.0%	17.5%	17.3%
					净利率	9.9%	10.0%	10.1%	10.1%
					总资产收益率 ROA	7.5%	7.2%	7.8%	8.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	净资产收益率 ROE	8.3%	8.2%	8.8%	9.4%
货币资金	346	621	625	1,023	<b>偿债能力</b>				
预付款项	9	9	11	12	流动比率	6.47	5.92	6.74	7.21
存货	196	127	278	219	速动比率	<b>5.33</b>	<b>5.32</b>	<b>5.56</b>	<b>6.36</b>
其他流动资产	669	687	803	782	现金比率	1.84	2.55	2.45	3.62
流动资产合计	1,220	1,444	1,716	2,037	资产负债率	10.3%	12.2%	11.7%	11.6%
长期股权投资	36	36	36	36	<b>经营效率</b>				
固定资产	601	523	445	366	总资产周转率	0.76	0.74	0.81	0.86
无形资产	50	50	50	50	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	798	720	642	564	每股收益	1.14	0.84	0.99	1.16
资产合计	2,019	2,164	2,359	2,601	每股净资产	13.70	10.28	11.27	12.43
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流	1.52	1.81	-0.04	2.09
应付账款及票据	142	203	207	227	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	46	41	47	55	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	189	244	255	282	PE	13.42	18.12	15.40	13.15
长期借款	0	0	0	0	PB	1.77	1.49	1.36	1.23
其他长期负债	20	20	20	20					
非流动负债合计	20	20	20	20					
负债合计	209	264	275	303					
股本	132	185	185	185					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,810	1,900	2,084	2,299					
负债和股东权益合计	2,019	2,164	2,359	2,601					

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，10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，8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，2从业经验。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。