

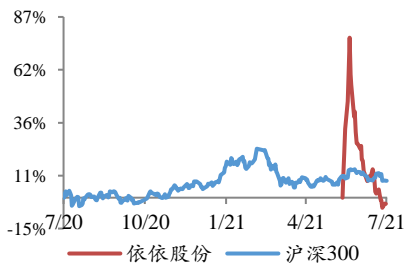
# 宠物护理赛道龙头，供应链、客户优势彰显

## 投资评级：增持（首次）

报告日期：2021-07-06

收盘价(元)	62.36
近12个月最高/最低(元)	53.52/115.80
总股本(百万股)	94
流通股本(百万股)	24
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	58.91
流通市值(亿元)	14.7

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

### 相关报告

- 1.《中宠股份：宠物赛道国货崛起，国内高成长宠食龙头》2021-05-06
- 2.《佩蒂股份：宠物功能食品引领者，深耕品质为犬猫》2021-05-27
- 3.《宠物系列研究之一：从它博会看行业趋势》2021-05-31

## 主要观点：

### ● 宠物卫生用品龙头企业，出口业务市占率逾30%。

依依股份于2003年进入宠物护理领域，从事一次性卫生护理用品的研发、生产和销售，并同时延伸产业链上游无纺布生产。公司是国内领先的宠物用品制造商和品牌商，出口业务位居同类前列，规模化生产能力突出，客群资源丰富，议价能力强，产业链完善，能够满足客户多样化产品需求，长期稳定提供宠物卫生护理用品规模化生产服务，客户包括PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy等全球知名大型连锁商超、专业宠物用品连锁店以及电商平台。公司出口业务2018-2020年分别占国内同类总产品出口比例的33.22%、33.08%、36.33%。

### ● 宠物消费升级，卫生用品蓄势待发。

**增速快、需求量大，宠物卫生用品前景广阔。**2020年美国宠物消费市场规模达1036亿美元，过去5年CAGR达9.1%。宠物食品、医疗、用品与宠物交易是美国宠物消费三大主要类别。2020年，宠物用品、宠物交易、非处方宠物药品市场规模达221亿美元，同比增长15%，占宠物市场总规模的21.3%。2020年，全国城镇养宠家庭渗透率为23%，对比美国68%养宠家庭率，仍有较大提升空间。消费升级加速中国宠物护理用品渗透率提升，国内宠物卫生用品处于快速发展初期，行业集中度较低，细分宠物护理用品赛道处于快速成长期。国内宠物护理用品企业分为品牌运营商、具有规模的生产制造商、小型作坊类生产厂商三种类型。国内规模比较大的宠物卫生护理产品生产厂商主要有依依股份、悠派科技和中恒宠物。

### ● 产品、产能、品类、供应链、客户优势助力企业成长。

**公司生产经验丰富，规模化生产优势突出，供应链管控能力强。**公司深耕宠物卫生护理用品赛道20余年，生产经验丰富，研发能力强，形成了具有竞争力的精细化、规模化生产能力、质量与成本管理能力和完整的宠物卫生护理用品体系，能够为客户提供规模化合格产品生产。公司与海外客户深度绑定，议价能力较强，海外客户为全球知名的大型连锁商超、宠物品牌运营商、专业宠物用品连锁店及电商平台，公司已与PetSmart、沃尔玛、亚马逊等100多个海外优质客户建立了较为牢固的合作关系，客户对公司产品依赖度黏性高。公司代工与自主品牌双线驱动，募投项目助力公司产能释放与业绩增长，国内市场策略积极有望打开新的成长空间。

### ● 投资建议

**首次覆盖，给予“增持”评级。**公司作为宠物用品赛道行业龙头企业在生产、研发、销售等方面综合实力较强，规模效应、供应链与先发优势明显，海外客户深度绑定，国内业务方兴未艾。伴随宠物行业消费升级，作为宠物护理用品“第一股”未来有望迎来进一步发展。我们预计2021-2023年公司实现主营业务收入14.75亿元、18.12亿元、

22.07 亿元，同比增长 18.9%、22.8%、21.8%，对应归母净利润 1.60 亿元、1.98 亿元、2.35 亿元，同比分别增长-17.6%、23.5%、19.0%，对应 EPS1.70 元、2.10 元、2.50 元。我们给予公司 2022 年 45 倍 PE，目标价格 94.5 元，目标市值 88.83 亿元，给予“增持（首次）”评级。

● **风险提示**

原材料成本波动风险加大；海外市场竞争加剧风险；汇率波动风险；国内市场拓展不及预期；贸易摩擦风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1241	1475	1812	2207
收入同比 (%)	20.8%	18.9%	22.8%	21.8%
归属母公司净利润	194	160	198	235
净利润同比 (%)	82.2%	-17.6%	23.5%	19.0%
毛利率 (%)	26.0%	21.0%	22.3%	21.9%
ROE (%)	27.3%	18.4%	18.5%	18.0%
每股收益 (元)	2.75	1.70	2.10	2.50
P/E	39.02	47.71	38.64	32.48
P/B	9.01	8.76	7.14	5.86
EV/EBITDA	-0.19	19.19	17.49	16.12

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 宠物护理用品龙头，产品产能持续扩张 .....	6
1.1 深耕宠物护理赛道 20 载，居出口龙头地位 .....	6
1.2 宠物垫为主营收入，规模化生产能力强 .....	8
1.3 营收与利润稳步增长，毛利率受原材料价格影响大 .....	8
2 宠物消费升级，卫生用品蓄势待发 .....	11
2.1 增速快、需求量大，宠物卫生用品前景广阔 .....	11
2.2 国内宠物卫生用品竞争格局 .....	14
3 生产链、客户优势突出，积极布局国内市场 .....	19
3.1 成本管控、研发、产品质量&品类铸就强竞争力 .....	19
3.2 议价能力强，客群优质且深度绑定 .....	22
3.3 代工&自主品牌双轮驱动，积极布局国内拓成长空间 .....	24
4 盈利预测、估值及投资评级 .....	27
4.1 盈利预测 .....	27
4.2 投资建议 .....	29
风险提示: .....	29

## 图表目录

图表 1 公司发展历程.....	6
图表 2 依依股份产品出口额占海关同类产品出口额比例 .....	6
图表 3 公司股权结构.....	7
图表 4 公司主要高管.....	7
图表 5 公司产品收入占比 .....	8
图表 6 2017-2020 年宠物垫营业收入及增速.....	8
图表 7 公司营业收入稳步增长.....	9
图表 8 公司归母净利润呈现快速增长趋势 .....	9
图表 9 2017-2020 年公司营收分产品占比 .....	9
图表 10 2017-2020 年公司营收分渠道占比 .....	9
图表 11 2017-2020 年宠物垫毛利率.....	10
图表 12 2017-2020 年宠物垫销售量与销售单价 .....	10
图表 13 2017-2020 年无纺布营业收入及增速.....	10
图表 14 2017-2020 年无纺布毛利率 .....	10
图表 15 公司毛利率受原材料影响波动比较大.....	11
图表 16 公司主要原材料采购价格及变动情况, 元/KG.....	11
图表 17 宠物行业产业结构 .....	11
图表 18 美国宠物食品&交易&非处方宠物药品市场规模.....	11
图表 19 美国宠物用品品牌市占率 .....	12
图表 20 日本宠物用品品牌市占率 .....	12
图表 21 海外宠物卫生用品知名品牌.....	12
图表 22 2015-2020 年中国宠物消费市场规模, 亿元.....	13
图表 23 2018-2020 年中国宠物犬猫消费市场规模, 亿元.....	13
图表 24 2020 年宠物消费结构 .....	13
图表 25 狗主人购买用品种类消费额排名 .....	13
图表 26 我国宠物用品购买渠道.....	13
图表 27 我国消费者购买宠物用品时考虑因素 .....	13
图表 28 中国宠物一次性卫生护理用品企业类型 .....	14
图表 29 2011-2020 年宠物卫生用品相关企业注册情况.....	14

图表 30 宠物卫生用品相关企业数量分布排名 (按省份)	14
图表 31 宠物卫生护理用品行业重点公司	14
图表 32 悠派科技发展历程	15
图表 33 悠派科技产品品类	15
图表 34 中恒宠物产品示例	17
图表 35 中国宠物用品行业 TOP10 企业榜	17
图表 36 公司宠物垫典型产品	18
图表 37 国内宠物产品相关销售渠道	19
图表 38 2020 年公司原材料成本占比	20
图表 39 2017-2020 年原材料成本在主营业务成本中占比	20
图表 40 子公司向上游产业链延伸, 保证产品质量	20
图表 41 公司生产设备及生产技术智能化	21
图表 42 公司产品不同功能特性	21
图表 43 公司研发费用	21
图表 44 公司主要海外合作客户	22
图表 45 2018-2020 年公司前五大客户收入占比	24
图表 46 境内销售收入 (单位: 万元)	24
图表 47 依依股份销售渠道	24
图表 48 境外销售渠道营收占比	25
图表 49 境内销售渠道营收占比	25
图表 50 自有品牌和代工产品毛利率对比	25
图表 51 宠物垫销售渠道	25
图表 52 宠物尿裤销售渠道	25
图表 53 护理垫销售渠道	25
图表 54 2020 年公司境内 / 境外代工销售收入占总收入的 86.8%/1.5%	26
图表 55 公司产能利用率	26
图表 56 公司产品产销率	26
图表 57 主要产品现有产能使用情况	27
图表 58 主要在建项目情况	27
图表 59 公司收入成本预测表	28
图表 60 上市宠物相关企业估值对照表	29

# 1 宠物护理用品龙头，产品产能持续扩张

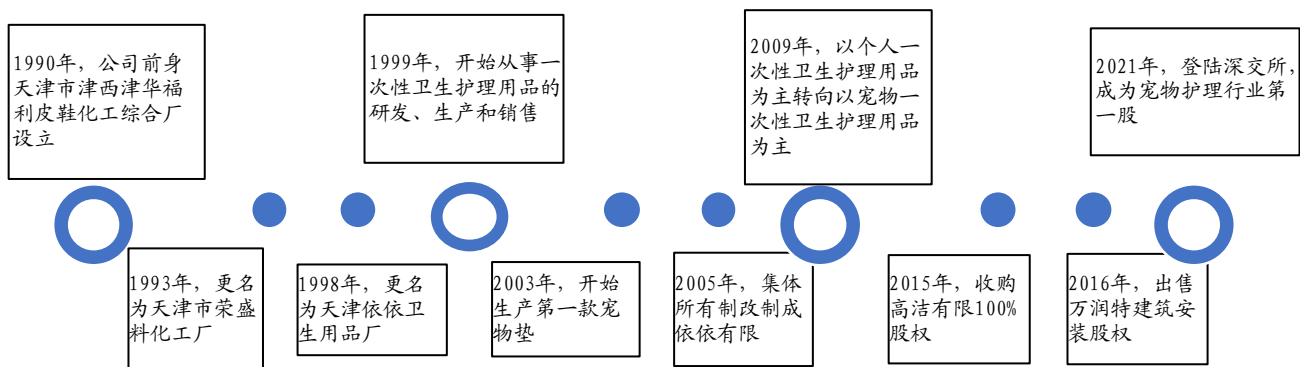
## 1.1 深耕宠物护理赛道 20 载，居出口龙头地位

依依股份是国内领先的宠物用品制造商和品牌商，出口业务位居同类前列。公司自 1999 年开始从事一次性卫生护理用品的研发、生产和销售，主营业务包括宠物卫生护理用品、个人卫生护理用品及无纺布生产销售。其中，宠物卫生用品包括宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等。公司规模化生产能力突出，客群资源丰富，议价能力强，产业链完善，能够长期稳定提供宠物卫生护理用品规模化生产服务，满足客户多样化产品需求，客户包括 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy 等全球知名大型连锁商超、专业宠物用品连锁店以及电商平台。2018-2020 年公司出口业务分别占同类产品出口比例的 33.22%、33.08%、36.33%。

截至到 2021 年上市，公司历经三大发展阶段：

- **第一阶段：创立初期 (1990-2005)**。1990 年，天津市津西津华福利皮鞋化工厂成立，主营皮鞋制造、兼营有机化工原料制造；1993 年，公司更名为天津市荣盛染料化工厂；1998 年，公司更名为天津市依依卫生用品厂，主营生活用纸相关产品。
- **第二阶段：并购股改 (2005-2017)**。2005 年，公司由集体企业改制为有限责任公司；2015 年、2016 年依依有限分别进行两次股权转让，高福忠、高健父子等 12 人合计持股 100%；2015 年，收购高洁有限 100% 股权；2016 年，出售万润特建筑安装 62.5% 股权。高洁有限主要从事无纺布的研发、生产和销售，为一次性卫生护理用品的主要原料，依依有限从事卫生用品生产。
- **第三阶段：上市快速发展期 (2017-至今)**。2017 年 1 月依依股份在中小企业股转系统挂牌公开转让；2019 年 10 月，依依股份终止在股转系统挂牌；2021 年 5 月，依依股份在深交所上市。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 2 依依股份产品出口额占海关同类产品出口额比例

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
公司出口金额 (亿元)	6.54	8.19	9.34	10.91

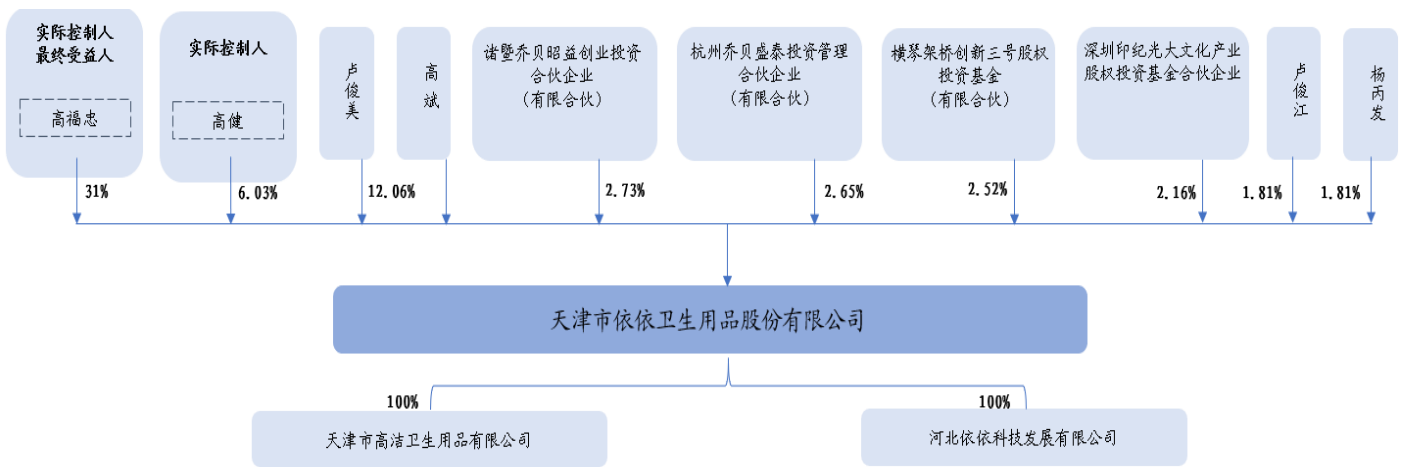


中国出口金额 (亿元)	20.44	24.64	28.22	30.03
公司产品出口占比	31.98%	33.22%	33.08%	36.33%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

**高福忠、高健父子为公司实际控制人，共计持股 37.03%。**公司股权结构稳定清晰，管理层多为依依用品厂初建时的老员工，深耕卫生护理用品领域二十余年，拥有丰富的产业经验。卢俊美、高斌、杨丙发、卢俊江分别持股 12.06%、3.02%、1.81%、1.81%，其中卢俊江、卢俊美系兄妹关系，高福忠与高斌系叔侄关系，卢俊美、高斌任公司董事兼副总经理，杨丙发任公司董事。乔贝资本、架乔资本、盛世景分别持股 5.38%、4.32%、1.47%，作为战略投资者为公司扩张提供充分的资金保障，同时逐步参与公司日常运营为公司提供现代化管理经验，增强公司品牌、营销能力。

图表 3 公司股权结构



资料来源：Wind，公司招股说明书，华安证券研究所

图表 4 公司主要高管

姓名	职务	介绍
高福忠	董事长、总经理	1953 年出生，毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，专科学历，高级工程师。曾任天津市西青区张家窝镇西琉城铁厂生产厂长、天津市利华工业总厂厂长、天津市依依卫生用品厂厂长、天津市依依卫生用品有限公司总经理、执行董事
卢俊美	董事、副总经理	1962 年出生，毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，MBA 研究生学历，高级会计师。曾任天津市工艺抽纱厂财务科长、天津市利华工业总厂财务科长、天津市依依卫生用品厂财务经理、天津市依依卫生用品有限公司执行董事、经理，兼任雄县盛嘉房地产开发有限公司、天津市万润特钢构有限公司、天津市万润特建筑安装工程有限公司监事
高健	董事、副总经理	1980 年出生，毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，专科学历，工程师。曾任天津市依依卫生用品厂销售经理、天津市万润特钢构厂销售经理、天津

		市万润特钢有限公司总经理、天津市依依卫生用品有限公司副总经理
高斌	董事、副总经理	1977 年出生，毕业于天津师范高等专科学校英语教育专业，专科学历。曾任天津市依依卫生用品厂供销科长、天津市依依卫生用品有限公司国际贸易部副总经理

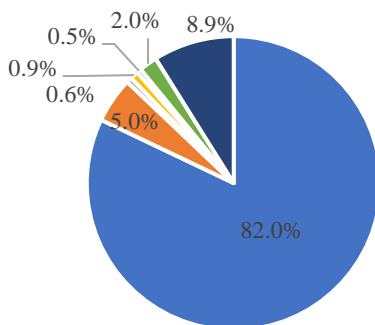
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 1.2 宠物垫为主营收入，规模化生产能力强

**主营宠物护理用品，海外代工能力突出。**公司聚焦宠物卫生护理用品，产品矩阵日渐完善，包括宠物卫生护理用品（宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾等）、个人卫生护理用品（卫生巾、护理垫、纸尿裤、口罩等），及无纺布生产销售。2020 年，上述三类产品营收占比分别为 87.43%、3.53%、8.84%。其中，宠物垫是宠物护理用品的主要营收来源，宠物垫、宠物尿裤、清洁袋占总营收比例分别为 81.82%、4.94%、0.56%。公司近 20 年专注宠物护理用品，产品品类丰富，拥有上千个 SKU，在宠物一次性卫生护理用品领域拥有较强的研发设计和生产能力。公司宠物护理业务增长稳健，拥有优质稳定的客户资源，海外以 OEM/ODM 为主，出口业务位居业内龙头。

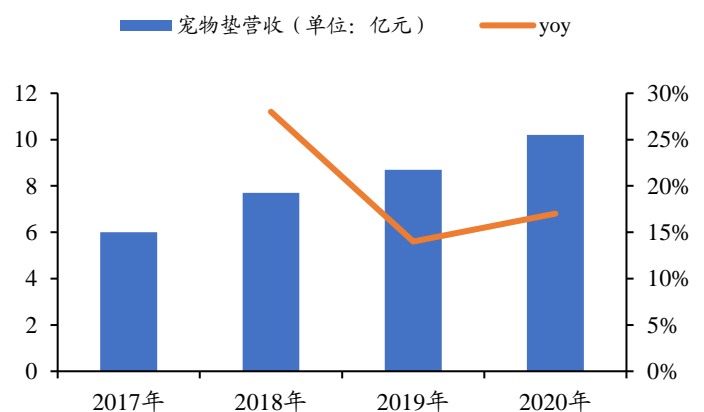
图表 5 公司产品收入占比

■ 宠物垫 ■ 宠物尿裤 ■ 宠物清洁袋 ■ 口罩 ■ 卫生巾 ■ 护理垫 ■ 无纺布



资料来源：Wind，公司招股说明书，华安证券研究所

图表 6 2017-2020 年宠物垫营业收入及增速



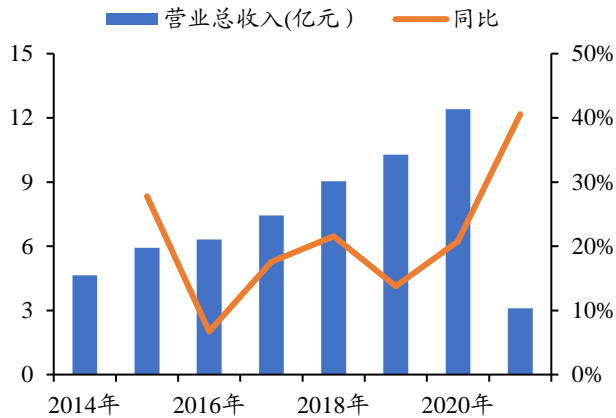
资料来源：Wind，公司招股说明书，华安证券研究所

## 1.3 营收与利润稳步增长，毛利率受原材料价格影响大

**公司营收与利润呈现快速增长趋势。**2014-2020 年，公司营收从 4.64 亿元增长至 12.41 亿元，年复合增长率 17.8%，2020 年收入同比增速 20.76%；2014-2020 年归母净利润从 0.02 亿元上升至 1.94 亿元，年复合增长率高达 114.08%，2020 年净利同比增速 82.2%。2021 年 Q1，公司实现营收 3.10 亿元，同比增长 40.55%；归母净利润 0.33 亿元，同比增长 17.43%。

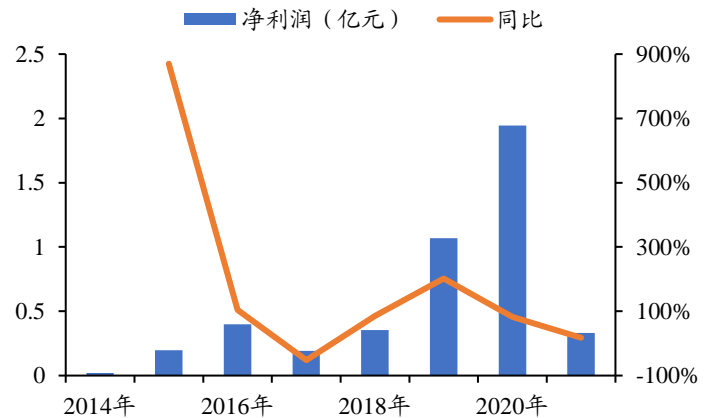


图表 7 公司营业收入稳步增长



资料来源: Wind, 华安证券研究所

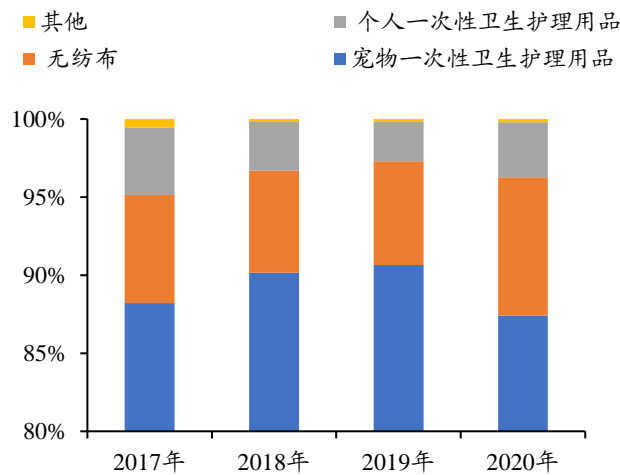
图表 8 公司归母净利润呈现快速增长趋势



资料来源: Wind, 华安证券研究所

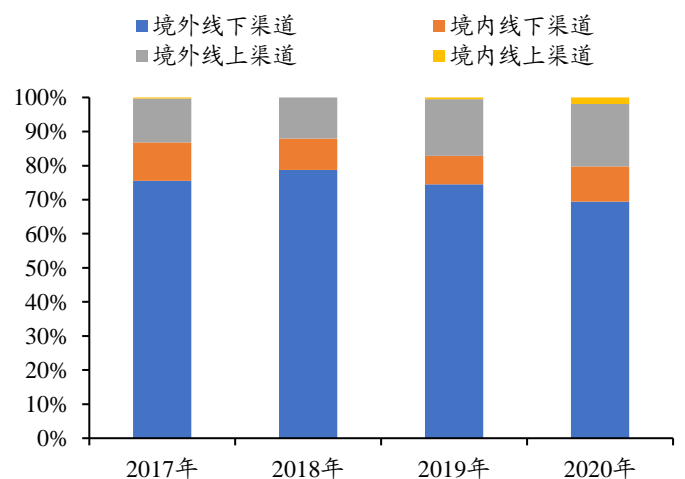
2020年,公司宠物一次性卫生护理用品、无纺布、个人一次性卫生护理用品收入分别为10.85亿元、1.10亿元、0.44亿元,占比87.4%、8.8%、3.5%。其中,无纺布因受疫情因素,占比提升较快。2020年,公司海外营收达10.91亿元,海外营收占比87.9%。线下渠道仍是公司的主要销售途径,2020年线下销售占比80%(境外线下、境内线下占比分别为70%、10%)。公司境外销售以ODM/OEM为主,少量自主品牌经销或直销,境外近几年电商增速较快。

图表 9 2017-2020 年公司营收分产品占比



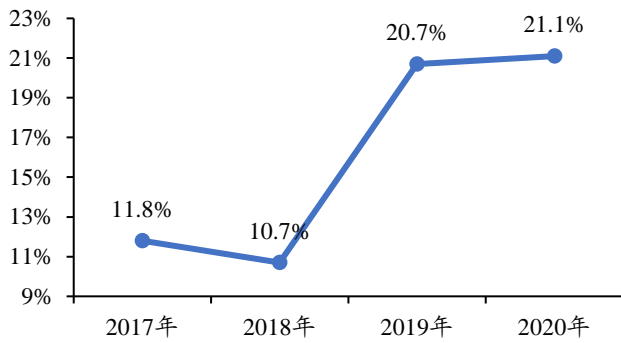
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 10 2017-2020 年公司营收分渠道占比



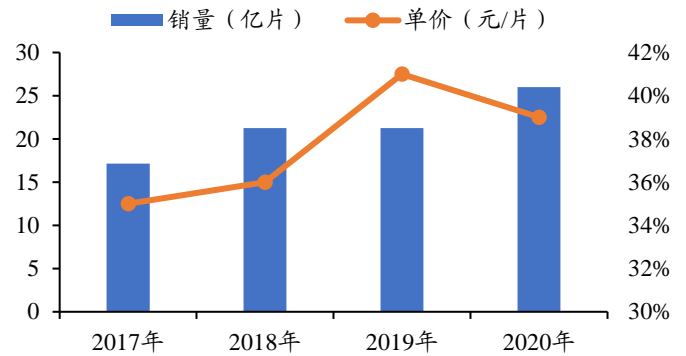
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 11 2017-2020 年宠物垫毛利率



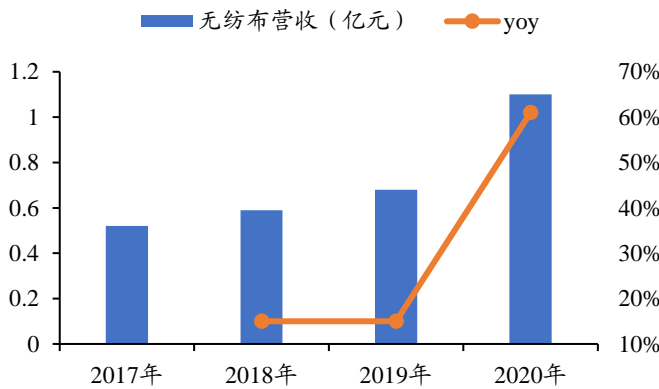
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 12 2017-2020 年宠物垫销售量与销售单价



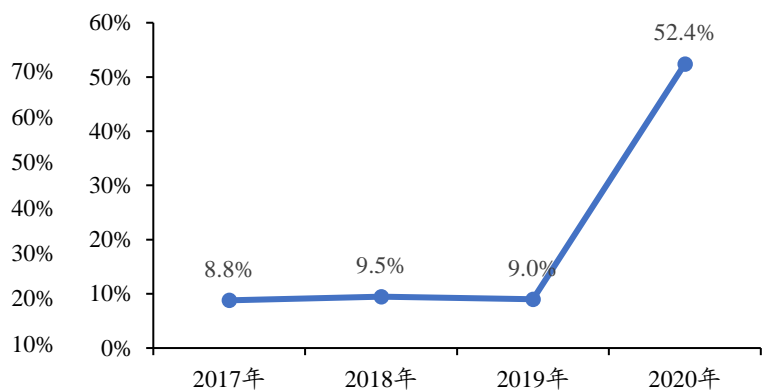
资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 13 2017-2020 年无纺布营业收入及增速



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

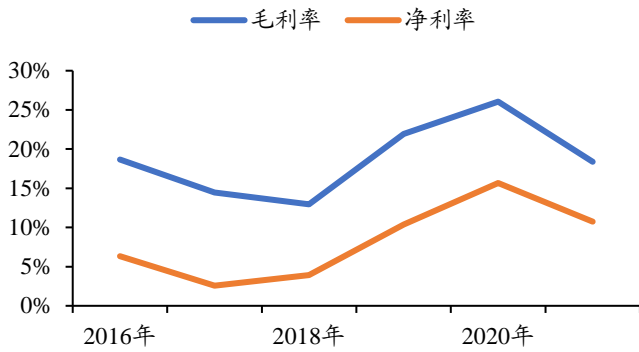
图表 14 2017-2020 年无纺布毛利率



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

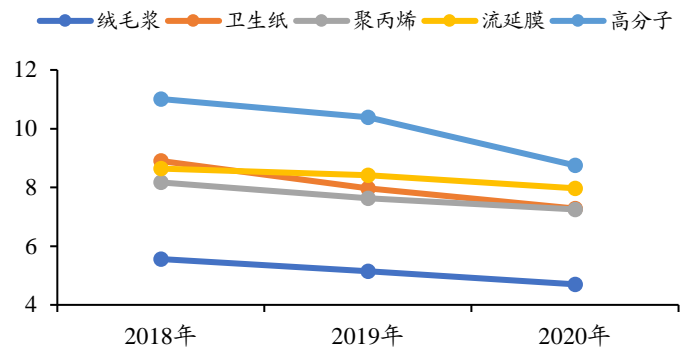
**原材料价格变化对公司毛利率影响较大。**公司产品的原材料主要有绒毛浆、卫生纸、聚丙烯、流延膜、高分子，原材料成本占比超 80%，原材料价格波动对公司盈利影响较大。2017-2020 年，公司毛利率分别为 14.46%、12.95%、21.92%、26.05%。2017-2018 年毛利率较低，是因为主要原材料绒毛浆、卫生纸采购价格上升；2018 年初公司与主要客户启动临时价格协商机制，在新一轮投标竞价中对价格进行调整，并于第三季度开始执行新价格，与此同时，主要原材料价格在 2019 年下降，2019 年公司毛利率显著回升；2020 年受会计准则变化，商品销售相关运费计入营业成本，毛利率上升约 4 个百分点至 26.05%。

图表 15 公司毛利率受原材料影响波动比较大



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 16 公司主要原材料采购价格及变动情况, 元/KG



资料来源: Wind, 公司招股说明书, 华安证券研究所

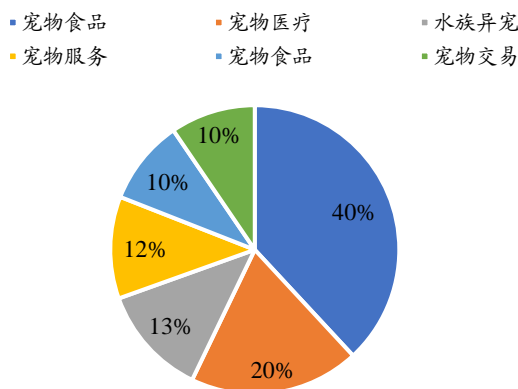
## 2 宠物消费升级, 卫生用品蓄势待发

### 2.1 增速快、需求量大, 宠物卫生用品前景广阔

美欧宠物市场成熟, 是全球宠物最大消费市场。2019 年美国宠物犬和宠物猫的保有量分别约 9,000 万只和约 9,560 万只, 2000 年到 2019 年 CAGR 分别为 1.5%、1.4%。2013~2019 年美国家庭养宠率始终在 65%~68% 波动, 宠物行业整体进入成熟阶段。2020 年美国宠物消费市场规模达 1036 亿美元, 过去 5 年 CAGR 达 9.1%。宠物食品、医疗、用品与宠物交易是美国宠物消费三大主要类别, 2020 年, 宠物用品、宠物交易、非处方宠物药品市场规模 221 亿美元, 同比增长 15%, 占宠物市场总规模 21.3%。欧洲宠物卫生用品市场较为成熟, 2018 年, 欧洲宠物用品市场规模达 85 亿欧元。

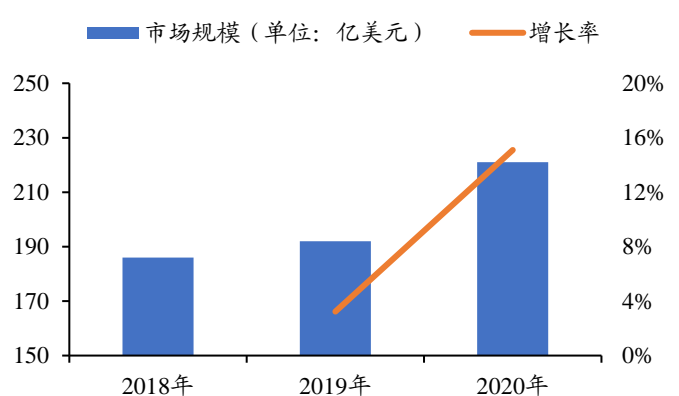
美国与欧洲的销售以线下为主, 包括零售商超、宠物专营渠道及折扣店等。欧洲核心宠物用品企业包括 Fressnapf、ZooplusAG、意大利 Ferplast、德国 TRIXIE 和比利时的 Green7 等。

图表 17 宠物行业产业结构



资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 18 美国宠物食品&交易&非处方宠物药品市场规模

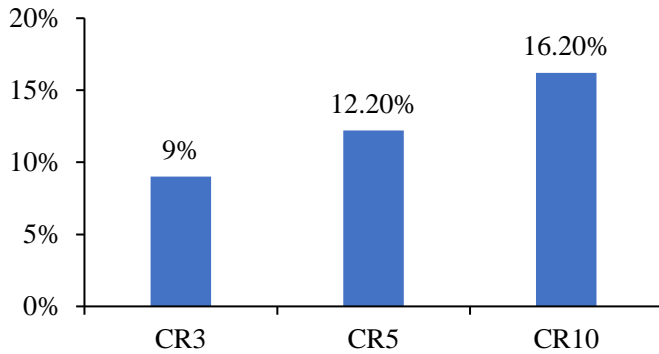


资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

人口结构、经济水平驱动日本宠物卫生用品市场发展。2020 年, 日本宠物市场规模为 56.9 亿美元, 占全球宠物市场总规模的 4.1%。日本人口密度高, 老龄化严重, 宠物消费渗透率较高, 公寓是当地常见住所, 因此饲养者多选用优质宠物卫生用品保持居住

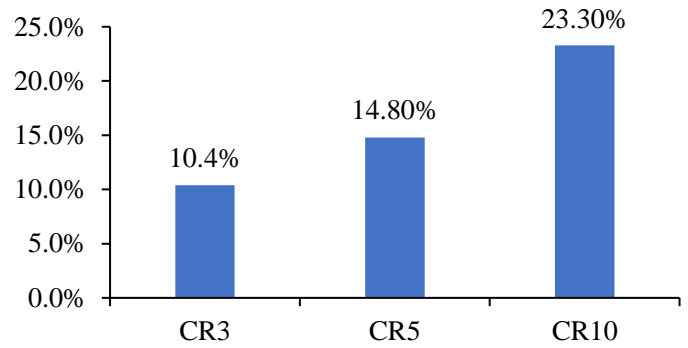
环境质量,猫砂、尿垫等用品在日本普及率较高。同时,良好的宠物医疗条件,科学的宠物喂养方式也成为支撑日本宠物卫生用品消费的强动力要素。尽管日本 GDP 水平下滑,但人均居民财富水平较高,老龄化与昂贵的育儿成本促使更多日本居民选择喂养宠物缓解情感孤独,加速宠物卫生用品消费。

图表 19 美国宠物用品品牌市占率



资料来源:历年宠物行业白皮书,华安证券研究所

图表 20 日本宠物用品品牌市占率



资料来源:历年宠物行业白皮书,华安证券研究所

图表 21 海外宠物卫生用品知名品牌

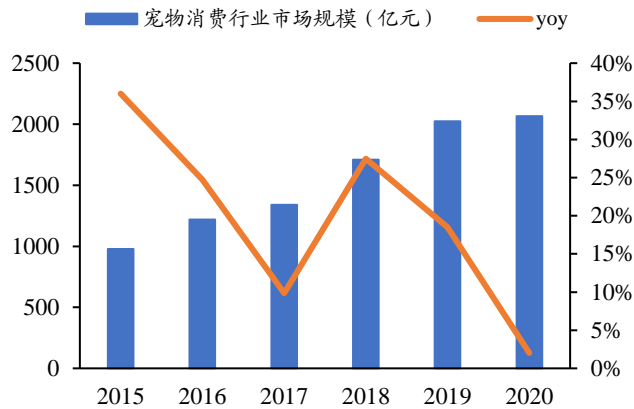
品牌	产品示例	品牌	产品示例
 日本爱丽丝	 宠物尿垫	 日本尤妮佳	 宠物纸尿裤
 美国 glad for pets	 活性炭狗垫	 IMMCUTE	 吸水宠物尿垫

资料来源:前瞻产业研究院,华安证券研究所

**消费升级加速中国宠物护理用品渗透率提升。**根据《2020年中国宠物行业白皮书》,2020年中国宠物消费市场规模达2065亿元。2020年,全国城镇养宠家庭渗透率为23%,对比美国68%养宠家庭率,仍有较大提升空间。2020年,中国犬猫数量超过1亿只,养宠人群达6294万人,预计到2023年中国宠物消费市场规模将达到6000亿元,家庭的宠物保有量上升至30%-35%,人均支出将从目前60-70美元上升至110-120美元。

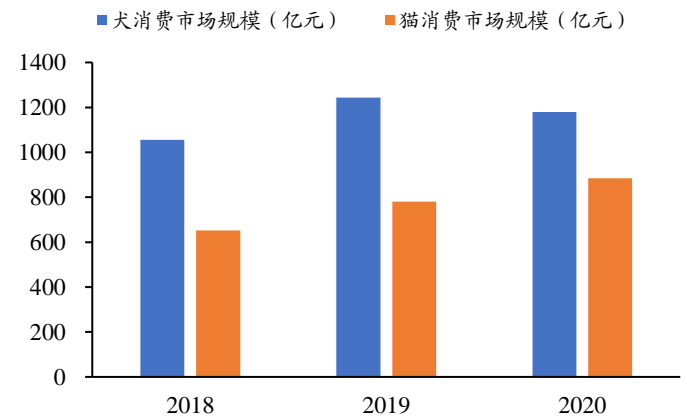
宠物护理用品指仅供宠物使用,改善宠物生活质量、提高卫生环境的一次性卫生用品,主要包括宠物垫、宠物尿裤及其他用品。国外宠物护理用品市场呈现集中度高、品牌力强的特点。国内宠物护理用品市场分散,伴随消费升级原有代工企业开始拓展国内市场并加速自主品牌研发与投放。根据《2020年中国宠物行业白皮书》,狗尿垫成为宠物用品细分品类支出中消费金额最高的前八位。90后日渐成为养宠主力军,消费升级意识明显,更注重卫生环保,宠物垫、宠物尿裤接受度高。另外,宠物卫生用品属于快消品,使用频次高,重复性消耗,单价低,作为电商导流产品可见场景频繁,加速宠物卫生用品行业渗透率迅速提升。

图表 22 2015-2020 年中国宠物消费市场规模, 亿元



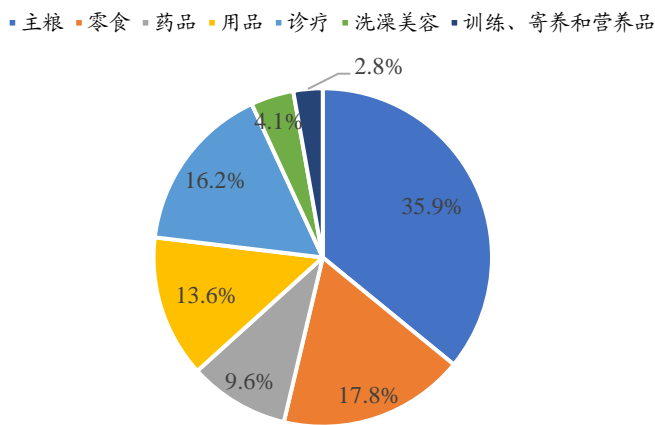
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 23 2018-2020 年中国宠物犬猫消费市场规模, 亿元



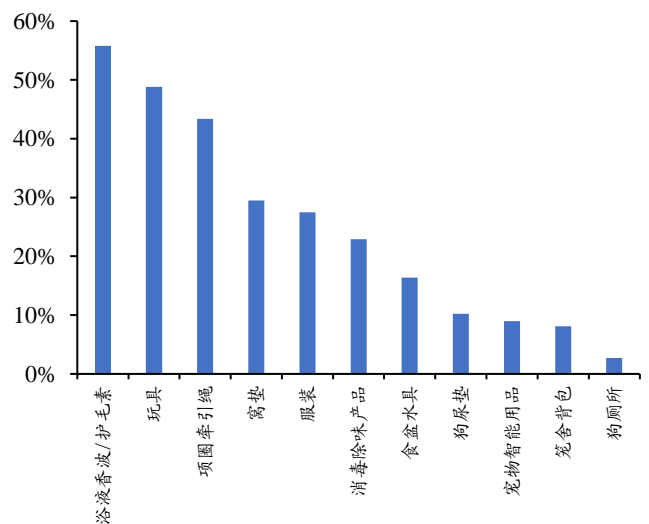
资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 24 2020 年宠物消费结构



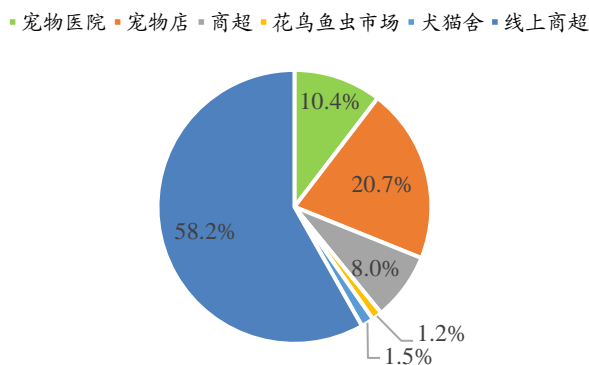
资料来源: 2020 年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 25 狗主人购买用品种类消费额排名



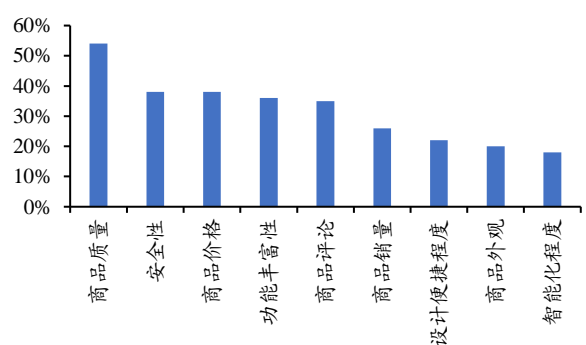
资料来源: 2020 年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 26 我国宠物用品购买渠道



资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

图表 27 我国消费者购买宠物用品时考虑因素



资料来源: 历年宠物行业白皮书, 华安证券研究所

## 2.2 国内宠物卫生用品竞争格局

国内宠物卫生用品处于快速发展初期，行业集中度较低。国内宠物护理用品企业分为品牌运营商、具有规模的生产制造商、小型作坊类生产厂商三种类型。根据企查查数据，目前我国共有 17.6 万家宠物卫生用品相关企业，其中有 15 万家成立于近 3 年内。从地域分布来看，广东省以 4.7 万家高居第一，浙江、福建分列二、三位。2020 年，行业迎来爆发期，相关企业新注册数量达 7.86 万家，同比大增 103.9%。目前，国内规模较大的宠物卫生护理产品生产厂商主要有悠派科技、中恒宠物、依依股份。

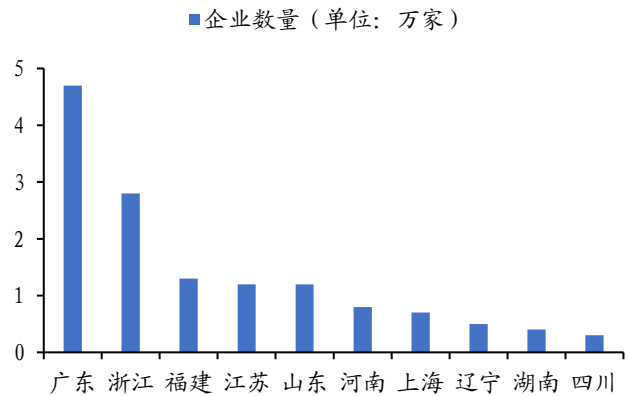
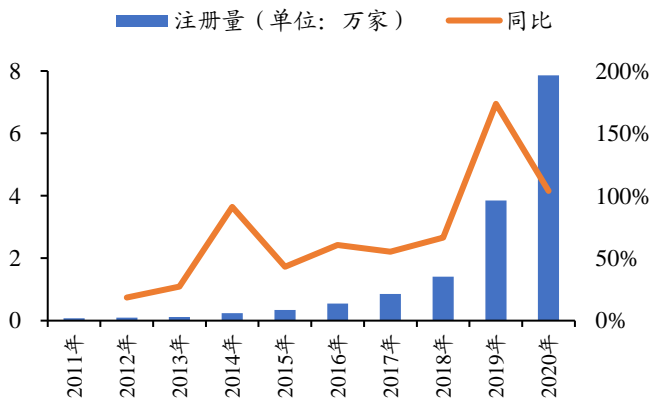
图表 28 中国宠物一次性卫生护理用品企业类型

类型	特点	代表企业/品牌
宠物品牌运营商、商超运营商、电商平台运营商	营销优势显著，可在短时间内获得客户或粉丝的关注和认可，产品销量上升迅速，但无自建生产工厂，需通过供应链采购贴牌，对其他生产制造商依赖性较强	疯狂小狗 波奇网 华元宠物 宠幸宠物
大型生产制造商	主要向国内外品牌运营商销售产品，同时也将自有品牌产品面向市场进行销售	依依股份 悠派科技 中恒股份
小型作坊类生产商	数量多但产能小，无自主品牌	--

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

图表 29 2011-2020 年宠物卫生用品相关企业注册情况

图表 30 宠物卫生用品相关企业数量分布排名（按省份）



资料来源：企查查，华安证券研究所

资料来源：企查查，华安证券研究所

图表 31 宠物卫生护理用品行业重点公司

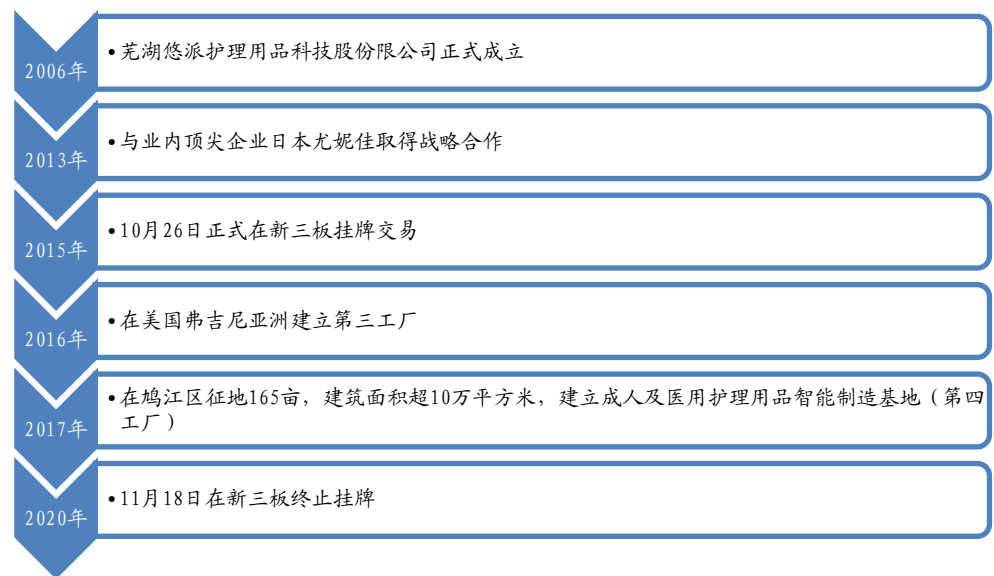
公司	成立时间及地点	产品及服务	境外业务占比	境内业务占比	毛利率	净利率
依依股份	1998 年，天津	宠物卫生护理产品及个人卫生护理产品	88%	12%	26.0%	15.7%
悠派科技	2006 年，安徽	宠物清洁用品及成人护理用品	79%	21%	21.1%	2.6%
庆泉宠物	2006 年，天津	猫爬架等宠物用品	83%	17%	21.6%	-1.1%



资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

**悠派科技，从代工到自主品牌销售的跃升。**悠派科技成立于 2006 年，公司已逐渐发展成为宠物清洁用品与成人护理用品两大系列卫生用品生产业务并行的专业公司，公司拥有二十余条自动化生产线，每条日产量可达 100 万片。针对不同市场特性，公司已成功推出了近二十余种适销全球市场的针对性产品，品种规格多达三十余种，目前已经获得宠物垫、护理垫、纸猫砂产品等 100 多项新型技术及发明专利。2015 年 10 月，公司正式在新三板挂牌交易，芜湖沃德信息技术持有公司 29.18% 股权，为公司控股股东。2013 年公司与业内顶尖企业日本尤妮佳取得战略合作。公司第一、第二工厂位于芜湖，2016 年在美国弗吉尼亚建立第三工厂，2017 年顺利投产并盈利；2017 年公司在芜湖建立成人及医用护理用品智能制造基地（第四工厂），公司在日本福冈也设有海外子公司，处于稳步发展中。2020 年 10 月，公司根据业务发展及长期战略发展规划的需求终止在新三板挂牌，并启动 IPO 上市辅导。

图表 32 悠派科技发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

近三年来，公司业绩在行业内保持良好成绩。2020 年上半年，公司实现营业收入 4.8 亿元，同比增长 101.63%，实现归母净利 6243.95 万元，同比增长 344.76%。在公司所处细分领域，目前国内尚未形成大品牌企业。公司以销定产为主、部分自主产品提前少量生产备库为辅的生产模式。公司销售模式有直销和经销两种，产品除在国内销售以外，还销往美国、日本、加拿大、东南亚等全球多个国家和地区。公司正在大力发展自有品牌，实现从贴牌生产为主到自主品牌销售为主的转型发展。悠派旗下 Honeycare、Cocoyo 两大宠物系列自有品牌，目前已经占据国内宠物尿片品牌的领导地位。U-PLAY 为成人护理产品自主品牌，目前在重点市场北京、成都均有布局。公司目前自主品牌也取得在美国、日本线上销售领先的地位。

图表 33 悠派科技产品品类

品牌名称	品牌 logo	品牌介绍
------	---------	------

U-play 悠派		成人护理产品品牌，产品主要包括护围型成人纸尿裤、护理垫、纸尿裤、如厕两用巾
F-play 福派		旨在为失禁人群提供实用且舒适的同时具有高品质的成人护理用品，让失禁人群告别尴尬和痛苦，轻松自如地享受生活
心宠 honeycare		宠物系列品牌，产品主要包括猫砂、宠物纸尿裤、宠物尿片、宠物清洁湿巾等
cocoyo 可悠		宠物系列品牌，COCOYO 在日语中意指“这里这里”，寓意人宠之间的亲密关系。产品包括尿垫和尿片，在中国市场上推出了基本型、经济装等系列产品，销售稳居行业前列
All-Absorb		面向美国、日本的高需求客户推出的高性能功能型宠物尿片品牌；在美国线上销售取得了连续三年排名第一的佳绩
淘气棉		淘气棉系悠派公司旗下婴儿护理用品品牌，以婴儿护理产品作为开发，根据宝宝们成长期的生成特征，用高科技技术带给婴儿健康的舒适护理用品
自由棉		悠派公司旗下女性护理用品品牌，用优选材料为女性在不同的生理阶段带来健康护理用品，用高品质的生活理念传达对女性的关爱

资料来源：公司官网，华安证券研究所

**中恒宠物，27年宠物用品专业制造商。**中恒宠物是中国宠物用品行业的头部企业，位于盐城国家高新区，属于中国宠物行业里最早从事宠物用品外贸工厂的公司之一，其创办于1994年，具备完整的自主研发设计生产能力、注册资本达6200万元，占地面积约290亩，拥有十几万平方米厂房，员工近千人，科技人员140多人。公司经过长达26年的发展与沉淀，已实现专业从事系列宠物用品研发、制造、销售与服务；产品达50多个系列1000多个SKU，涵盖宠物日用、宠物清洁、宠物出行、宠物玩具、宠物智能用品、小宠用品等细分类目，产品销往欧美、日本及东南亚等50多个国家和地区，年出口产品数量超过5000万件，位居国内同行前列。2020年，公司营业收入达10.66亿元，净利润达0.91亿元。

图表 34 中恒宠物产品示例



资料来源：天猫商城，华安证券研究所

目前公司的整体收入主要以外贸渠道为主，国内市场占公司整体收入 6%左右。2021 年，公司成为国内宠物行业首家通过海关 AEO 高级认证的企业。近年来公司一直持续加大国内市场投入，包括发力自有品牌销售、全渠道建设、供应链开放合作以及国内团队的建设。在自有品牌建设上，公司以“中恒宠物”品牌为主打，同时布局 M-PETS、Favorite、FankPETS、PWR 等多个自有品牌，公司生产的宠物尿片、电动玩具、饮水喂食器等细分品类产品已在国内多个平台畅销。在团队建设上，中恒宠物专门在上海设立了独立的产品研发设计中心和品牌运营中心，吸引了拥有丰富养宠经验和行业经验的人才加入到公司的国内业务开拓中来。

图表 35 中国宠物用品行业 TOP10 企业榜

排名	品牌名称	RankBorn 指数
1	E 宠商城	827.4
2	小佩宠物	788.8
3	未卡 Vetreska	656.2
4	PIDAN 彼诞	594.8
5	<b>中恒宠物</b>	<b>565.0</b>
6	龟与熊猫	561.9
7	尾巴生活	502.6
8	mollybox 魔力猫盒	441.4
9	广东博宇	436.3
10	麦仕宠物	427.3

资料来源：万榜，华安证券研究所

**依依股份，宠物护理用品第一股。**1999 年，依依股份开始从事一次性卫生护理用品的研发、生产和销售，2009 年以后公司产品聚焦宠物一次性卫生护理用品，涵盖宠物垫、

宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等，个人卫生护理用品包括卫生巾、护理垫、纸尿裤、口罩等。公司先后研发出具有固定贴、防滑、诱导剂等多种实用性能的宠物卫生护理用品，其销售区域遍布美国、日本、泰国、英国、意大利、加拿大等几十个国家和地区，主要客户包含美国沃尔玛、亚马逊、日本 JAPELL、日本山善等全球知名大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台。在国内市场开拓方面，公司与华元宠物、宠幸宠物、疯狂小狗等品牌运营商合作，同时公司拥有“乐事宠 (HUSHPET)”“一坪花房”宠物尿垫、宠物尿裤、宠物清洁袋等自有品牌，主要通过经销商、天猫、京东、微店、抖音、拼多多进行销售，面向国内市场。2020 年，公司自主卫生护理用品品牌毛利率达 44.19%，ODM/OEM 毛利率达 22.86%。

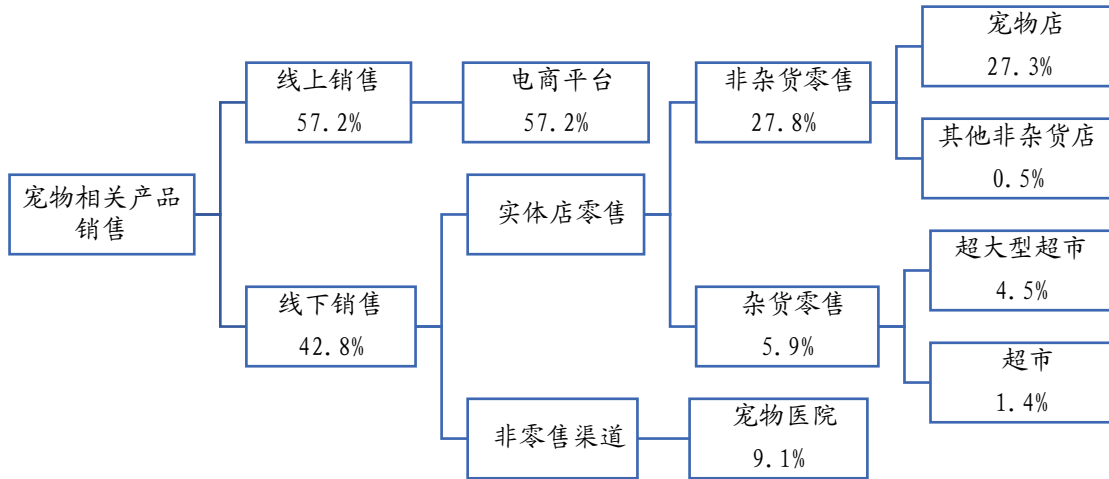
图表 36 公司宠物垫典型产品

类型及介绍	产品示例
<p><b>宠物训导型尿垫:</b> 适用于全犬种，采用柔软无纺布，木浆纤维和吸水高分子，实现大量吸水</p>	
<p><b>和香芳系列尿垫:</b> 主要香款包括薰衣草香、樱花香、甜幻香型。原材料采用植物精油，具备强扭不漏、轻松锁水、大量吸收等功效</p>	
<p><b>福惠装宠物尿垫:</b> 全新八层快速有效吸水、5 秒瞬吸；瞬间干爽、不反渗</p>	
<p><b>环保型宠物尿垫:</b> 采用高品质高分子和棱形导流设计，实现有效吸水、快速导流；采用防滑胶，避免打滑</p>	
<p><b>消臭型宠物尿垫:</b> 精心挑选竹炭因子，具备强吸附力；提升孔隙结构，吸附异味能力；采用防漏底膜，结实耐用</p>	
<p><b>轻薄型宠物尿垫:</b> 便于收纳。能快速吸收、牢牢锁水、立体反渗、瞬间导流。能实现一片多用</p>	

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

国内生产厂商从事宠物相关行业时间比较长，但均是长期与国外商超、宠物用品品牌商和电商平台合作，多以 ODM/OEM 生产模式为主。近年来伴随消费升级以及独居人群对宠物市场需求的增加，国内宠物品牌运营商逐渐开始布局宠物产业。生产厂商亦逐步从 ODM/OEM 模式，转变为以 ODM/OEM 为主并兼顾自主宠物品牌的发展。总体国内宠物一次性卫生护理用品市场起步较晚，规模较小，市场集中度较为分散，但增长速度比较快，市场也开始逐渐向优秀的宠物品牌运营商集中。线上电商发展迅速已成主要销售渠道，线下零售渠道分散、集中度低。

图表 37 国内宠物产品相关销售渠道



资料来源：2020 年中国宠物行业白皮书，华安证券研究所

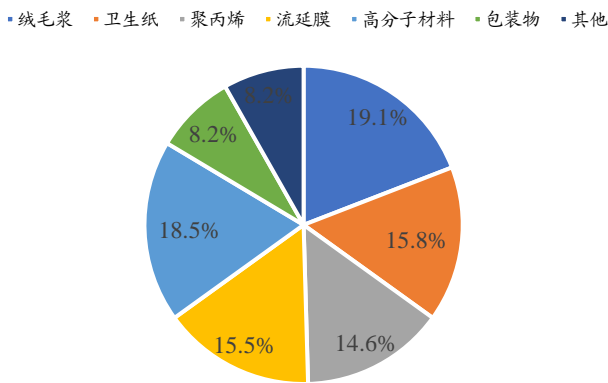
### 3 产业链、客户优势突出，积极布局国内市场

#### 3.1 成本管控、研发、产品质量&品类铸就强竞争力

**规模化生产优势突出，成本管控能力强。**公司深耕宠物卫生护理用品赛道 20 余年，形成了具有竞争力的精细化、规模化生产能力、质量与成本管理能力，以及完整的宠物卫生护理用品体系，能够为客户提供规模化合格产品生产。原材料中的绒毛浆为国际贸易大宗商品，卫生纸、流延膜等原材料行业生产企业众多，生产工艺成熟，行业竞争较为激烈，公司与纸、流延膜的供应商具有长期的合作关系，因公司规模化采购量较大，具有较强的议价能力，有效降低原材料采购成本，近 3 年公司主要原材料采购价格均呈现明显下降趋势。高洁有限是公司全资子公司，生产的无纺布是公司产品的主要原材料之一，公司将无纺布生产纳入产业链体系，可有效控制原料及产品质量，控制成本大幅波动，并能直接对外销售 45% 产量无纺布以充分利用其产能，增强公司盈利能力。

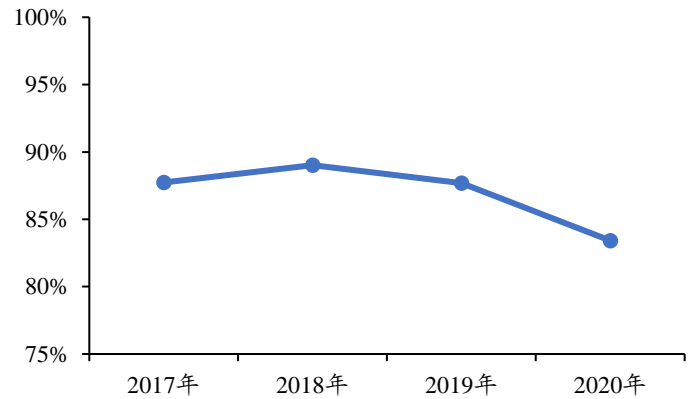


图表 38 2020 年公司原材料成本占比



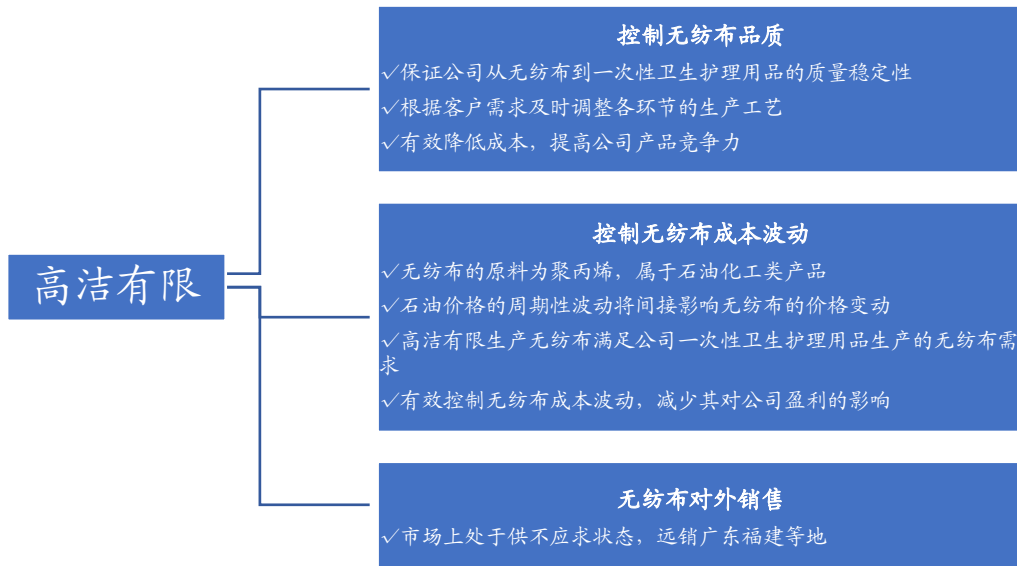
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 39 2017-2020 年原材料成本在主营业务成本中占比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 40 子公司向上游产业链延伸，保证产品质量







资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

公司所处行业属于劳动密集型行业，管理水平高低很大程度上决定了公司在行业内的竞争力。公司执行高标准的 6S 管理方法，构建精细的管理体系。具备高效的物流和仓储管理能力，能够使物料在公司内部流动以及产品从公司到客户的流动及时准确，确保供货的及时性。



图表 41 公司生产设备及生产技术智能化

无尘化生产车间	高效生产流水线	丰富管理经验	智能设备科技化
			

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

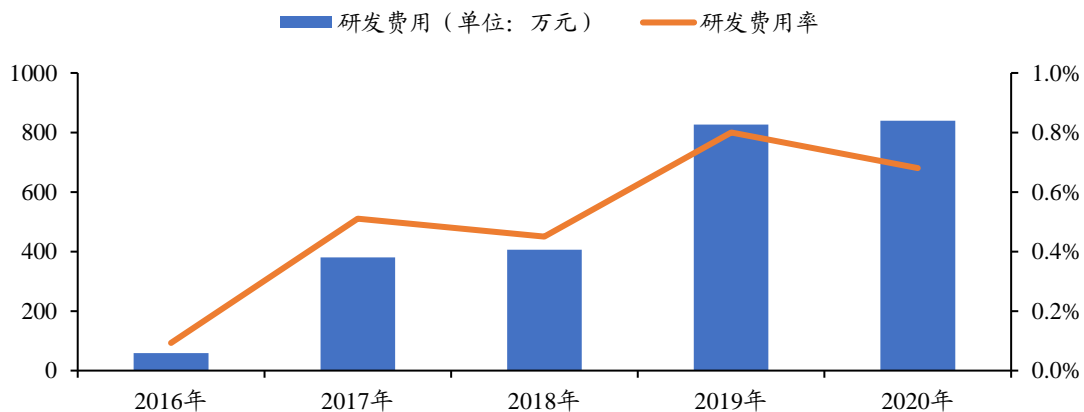
**生产经验丰富，研发能力强。**宠物狗体型、品种多样，出口导向的宠物产品因地域、客群对于产品型号、设计、大小、功能性需求不同。公司经过多年行业经验累积，建立并完善了研发体系，形成一定优势壁垒。公司针对不同区域和消费客群设计出了不同大小、厚度、吸水性等差异化需求的产品，产品性能多样，形成拥有上千种规模型号的产品体系。同时，凭借对宠物卫生用品市场需求的敏锐洞察及深厚的生产经营实践，公司研发出添加诱导剂的宠物垫，通过诱导剂引导宠物在宠物垫排尿，以保持饲养者居住环境的干净整洁。公司还针对消费者所在国或地区的环保要求研发出具有可降解环保性能的宠物垫。

图表 42 公司产品不同功能特性

性能	核心生产工艺技术
健康监测功能	利用酸碱性 PH 值原理，尿垫显示宠物尿液酸碱值，直观监控宠物的身体健康状况
防撕咬、防抓破性能	在简化工艺、降低制造成本的同时，增强尿垫的韧性，不易抓破
防渗漏功能	采用包边生产工艺，有效防止尿液渗漏
添加诱导剂	诱导宠物在宠物垫排尿，培养宠物定点如厕习惯
环保性	在宠物垫生产过程中使用可降解的环保材料
其他：还可生产出具有防滑、快干、抗菌除臭等功能的宠物垫	

资料来源：Wind，公司招股说明书，华安证券研究所

图表 43 公司研发费用





资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

### 3.2 议价能力强，客群优质且深度绑定

**海外客户深度绑定，议价能力较强。**公司海外客户为全球知名的大型连锁商超、宠物品牌运营商、专业宠物用品连锁店及电商平台，公司已与 PetSmart、沃尔玛、亚马逊等 100 多个海外优质客户建立了较为牢固的合作关系，客户对公司产品依赖度黏性高。公司海外客户商业信誉高，销售网络庞大，需求量大并十分稳定。海外客户对供应商的要求不仅限于食品安全质量的合格，还包括生产流程、反恐、安全、人权、社会责任等一系列综合要素，对供应商的选择会进全方位的考察，进入通道有一定难度和壁垒。因公司良好的经营资质、规模化生产、产品品控、交货及时等综合能力，被客户认定为优质的产品供应商。公司根据原材料、人工、汇率走势、客户性质等综合因素通过价格协商方式对海外客户进行产品报价，价格有效期通常为一年。针对境外市场，公司设立有国际贸易部和专门的销售团队，按照不同的目标市场划分了销售片区，目前公司的销售团队已能够覆盖北美洲、亚洲、欧洲、南美洲等多个区域近 40 个国家的市场。2018-2020 年，公司前五大客户销售额占总营收比重分别为 53.7%、56.1%、48.8%，公司宠物一次性卫生护理用品出口额占海关同类比重分别为 33.2%、33.1%、36.3%。公司在宠物一次性卫生护理用品领域市场占有率高，并且增长稳定，行业地位稳固。

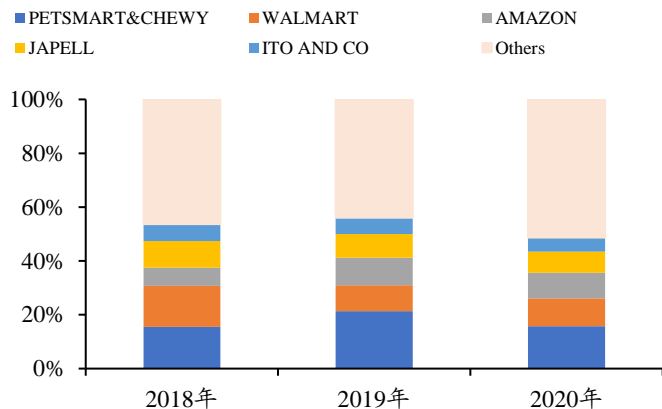
图表 44 公司主要海外合作客户

海外客户	海外客户情况
 PETSMART HOME OFFICE, INC.	美国大型宠物专营店，针对宠物在整个生命周期的不同需求提供服务，曾在纳斯达克上市（PETM.O），2014 年被收购后退市
 WAL-MART STORES, INC. (沃尔玛)	主要从事零售业，包括各种折扣店、超市、社区便利店等。沃尔玛为纽交所主板上市公司（WMT.N），2019 年度营业收入 5,239.64 亿美元。
 AMAZON.COM SERVICES, INC. (亚马逊)	全球化的网络零售商，提供各类零售产品的网络平台销售。亚马逊是纳斯达克上市公司（AMZN.O），2019 年度营业收入 2,805.22 亿美元。
 CHEWY, INC.	美国最大的宠物电子零售商，于 2017 年 5 月被 PetSmart 收购，是纽约证券交易所上市公司（CHWY.N），2019 年度营业收入 48.47 亿美元
 JAPPELL COMPANY, LTD. (日本佳蓓露)	日本宠物食品、宠物用品批发商，主要从事宠物食品宠物用品的出口及进口业务，宠物相关商品的企划开发

 <p>ITO AND CO., LTD. (日本伊藤)</p>	<p>主营业务为宠物饰品、宠物食品及其他宠物商品等的进出口贸易及日本国内销售，损害保险代理业务等</p>
 <p>YAMAZEN CORPORATION (日本山善)</p>	<p>主要从事资本货物、住宅设备、建筑材料、家用设备的销售，属于国际综合性商社，为东京证券交易所上市公司(8051.T)，2018 年度营业收入为 47.58 亿美元</p>
 <p>AEON TOPVALU CO, LTD. (日本永旺)</p>	<p>是亚洲领先的综合零售及服务企业集团，主要经营购物中心、综合百货超市，为东京证券交易所上市公司(8267.T)，2018 年度营业收入为 768.04 亿美元</p>
 <p>TARGET CORPORATION</p>	<p>是一家高级折扣零售店，是美国第四大零售商。主要通过实体商店和在线网站 Target.com 为客户提供当今时尚前沿的零售服务，销售家庭服装、家居饰品、食品及日用消费品等，是纽约证券交易所上市公司(TGT.N)，2019 年营业收入为 781.12 亿美元</p>
 <p>PETSATHOMELTD. (宠物在家)</p>	<p>是英国宠物护理行业的领先企业，为宠物主人提供宠物食物、玩具等宠物用品，以及提供宠物美容、兽医护理等服务，是伦敦证券交易所上市公司(PETS.L)</p>

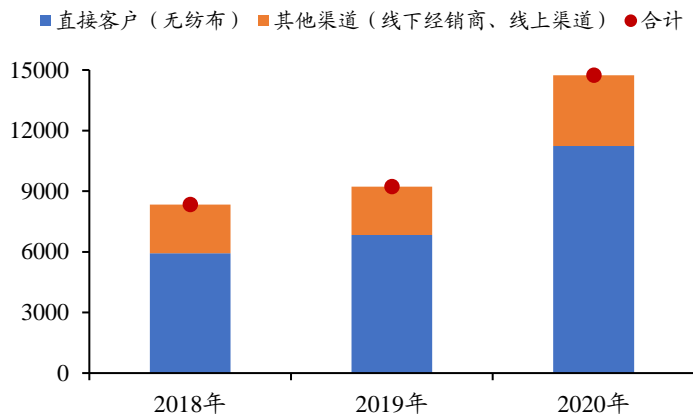
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 45 2018-2020 年公司前五大客户收入占比



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 46 境内销售收入 (单位：万元)

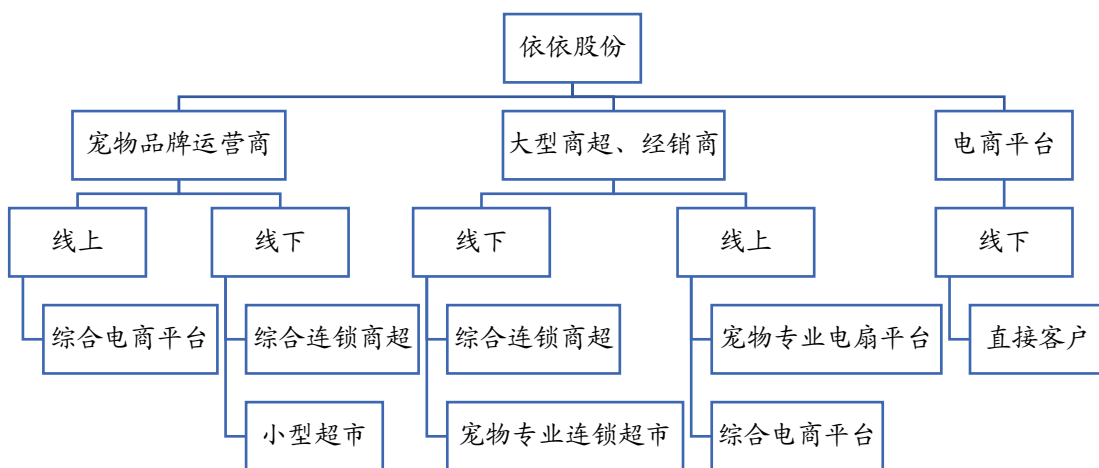


资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

### 3.3 代工&自主品牌双轮驱动，积极布局国内拓成长空间

公司代工与自主品牌双线驱动，国内市场策略积极有望打开新的成长空间。国内市场消费升级且宠物主科学养宠意识提升，购买力与购买意愿增强，将不断提高宠物卫生用品消费渗透率。线上销售推广速度快、营销活动高频且受众广，曝光引流能力强；线下利于品牌塑造，为宠物主提供精细化、个性化增值服务，利于客户沉淀和产品复购。公司成立内销宠物事业部辅助渠道营销，内销自有品牌，内销客户超过 300 多家。国内已经逐步尝试 ODM 方式为疯狂小狗、华元宠物、宠幸宠物等进行产品代工，并依托公司自主设计能力，根据客户的需求和委托，为品牌厂商提供加工制造服务。公司还推出自有品牌“乐事宠”等一系列品牌，在主流电商平台如天猫和京东设立旗舰店进行自营销售，布局国内市场。目前公司国内宠物用品渠道占比，电商途径为 58.2%，宠物店约 20.7%，宠物医院达 10.4%。通过线上、线下多点发力，国内市场有望成为未来公司业绩增长新的驱动力。

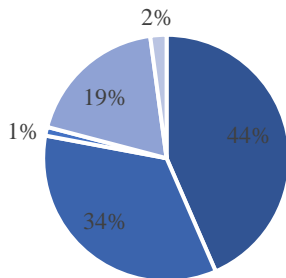
图表 47 依依股份销售渠道



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 48 境外销售渠道营收占比

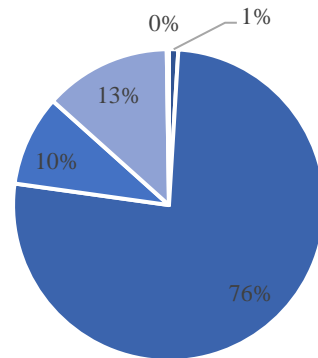
- 线下-综合连锁商超
- 线下-宠物专业连锁超市、连
- 线上-宠物专业电商平台
- 线下-小型超市及其他
- 线上-综合电商平台



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

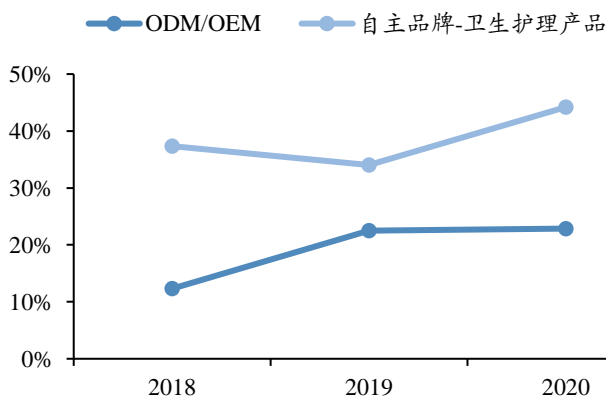
图表 49 境内销售渠道营收占比

- 线下-综合连锁商超
- 线下-小型超市及其他
- 线上-宠物专业电商平台
- 线下-直接客户
- 线上-综合电商平台



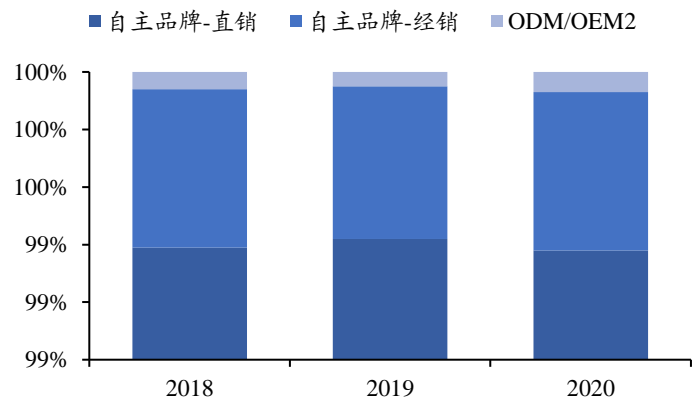
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 50 自有品牌和代工产品毛利率对比



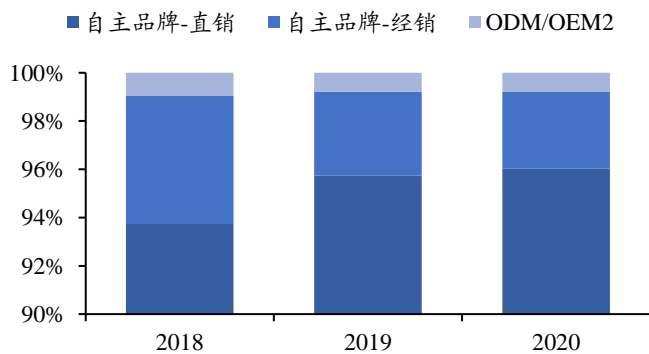
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 51 宠物垫销售渠道



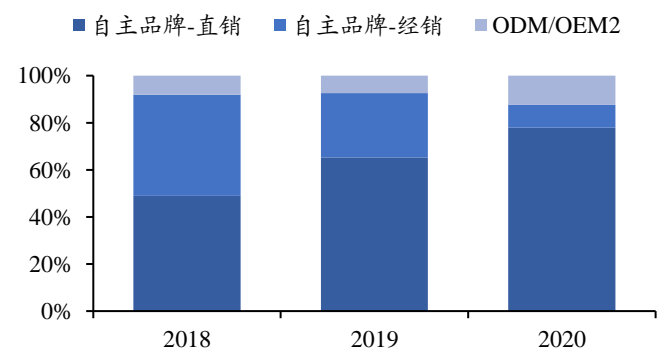
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 52 宠物尿裤销售渠道



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 53 护理垫销售渠道



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

图表 54 2020 年公司境内 / 境外代工销售收入占总收入的 86.8%/1.5%

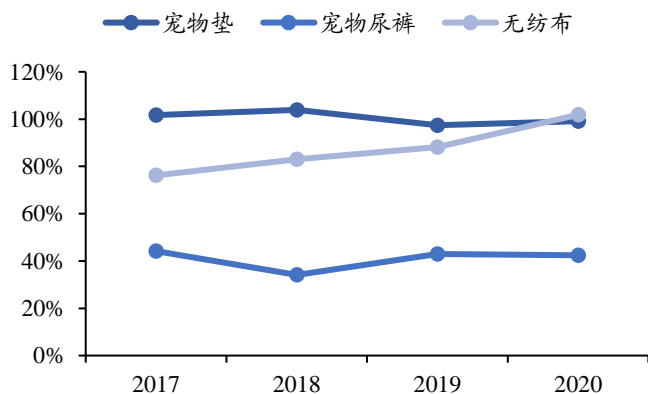
内外销	销售模式		模式说明	2020 年主营业务收入占比
外销	ODM/OEM		公司依托自主设计能力和技术水平, 根据品牌厂商的要求, 设计和生产产品, 或不参与设计, 为品牌厂商提供加工制造服务	86.85%
	自有品牌	经销	公司与经销商签订合同, 给予经销商销售公司自主品牌产品的权利, 由公司向其提供产品, 经销商向公司买断公司自有品牌产品后对外进行销售	1.19%
		直销	公司直接向终端宠物用品零售商 (如宠物店等) 销售自主品牌产品	0.07%
内销	ODM/OEM		公司依托自主设计能力和技术水平, 根据品牌厂商的要求, 设计和生产产品, 或不参与设计, 为品牌厂商提供加工制造服务	1.55%
	自有品牌	直销无纺布	公司直接向客户销售自主品牌产品无纺布产品	8.85%
		直销卫生护理用品	(1) 公司直接向终端个人卫生护理用品零售商 (如超市等) 销售自主品牌产品 (2) 公司直接向终端宠物生护理用品零售商 (如超市、宠物店等) 销售自主品牌产品 (3) 公司通过网上销售平台 (如京东、淘宝等) 向终端个人客户销售个人和宠物卫生护理用品	0.51%
		经销	公司经销商签订合同, 给予经销商销售公司自主品牌产品的权利, 由公司向其提供产品, 经销商向公司买断公司自有品牌产品后对外进行销售	0.99%

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

**募投项目助力公司产能释放与业绩增长。**公司宠物垫原有 34 条生产线, 2020 年宠物垫产能 26.35 亿片, 宠物尿裤产能 1.86 亿片, 无纺布产能 1.68 万吨。因犬类体型大小、犬种和用户需求不同, 宠物尿裤产品 SKU 相比婴儿纸尿裤及成人护理用品 SKU 更为丰富, 现有三条生产线共计生产 400 种产品。目前, 整体订单情况较好, 原有产能供不应求。

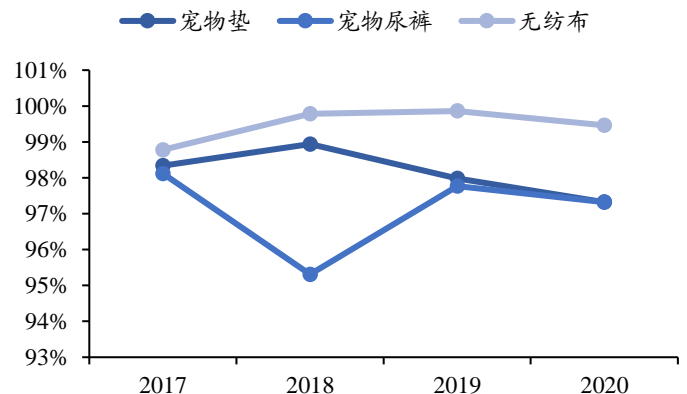
本次 IPO 募集资金共计 9.75 亿元, 募投项目包括宠物垫、宠物尿裤、卫生护理材料、无纺布项目, 主要用于扩大产能和补充营运资金。新建募投项目位于河北, 共计产线 24 条。募投项目一期工程约 13 万平方米, 7 条宠物垫生产线正在安装中, 完成率约 90%, 到验收阶段, 预计 2021 年下半年开始投产。二期工程河北沧州等待验收, 基本结束。近期钢材、建材、人工等成本都有上涨, 募投项目自动化程度更高, 可以节省 1/3 成本。新产能全部建成后, 公司规模将达到 48.85 亿片宠物尿垫、4.06 亿片宠物尿裤、4.78 万吨无纺布产能。

图表 55 公司产能利用率



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

图表 56 公司产品产销率



资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所



**图表 57 主要产品现有产能使用情况**

		2018	2019	2020
宠物垫	产能 (亿片)	20.69	22.25	26.35
	产量 (亿片)	21.50	21.68	26.11
	销量 (亿片)	21.27	21.24	26.00
	产能利用率	103.90%	97.42%	99.11%
宠物尿裤	产能 (亿片)	1.80	1.86	1.86
	产量 (亿片)	0.61	0.80	0.79
	销量 (亿片)	0.59	0.78	0.77
	产能利用率	34.11%	42.97%	42.43%
无纺布	产能 (吨)	16800	16800	16800
	产量 (吨)	13952.05	14810.64	17107.07
	销量 (吨) (含自用)	13920.99	14789.27	17015.47
	产能利用率	83.05%	88.16%	101.83%

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

**图表 58 主要在建项目情况**

在建项目	项目详情
宠物垫项目	IPO 募投项目, 总投资额 3.86 亿元, 分两期建设, 每期 18 个月, 全部投产后预计新增宠物垫产能 22.50 亿片/年。
宠物尿裤项目	IPO 募投项目, 总投资额 1.14 亿元, 建设周期 18 个月, 全部投产后预计新增宠物尿裤产能 2.20 亿片/年。
卫生护理材料项目	IPO 募投项目, 总投资额 2.54 亿元, 建设周期 24 个月, 全部投产后预计新增无纺布产能 3.10 万吨/年。
无纺布项目	预算金额 1.41 亿元, 建设周期 18 个月, 截至 2020 年 12 月 31 日已投入 0.50 亿元。

资料来源: 公司招股说明书, 华安证券研究所

## 4 盈利预测、估值及投资评级

### 4.1 盈利预测

公司是国内宠物卫生用品 ODM/OEM 龙头企业, 与海外客户合作稳定且深度绑定, 有较强议价能力。伴随募投项目的逐步投产, 公司的产能瓶颈将得到突破。伴随国内宠物用品消费升级, 依依股份作为行业引领者具有先发优势, 将充分享受赛道红利。伴随着公司产品结构优化, 国内市场开拓, 自主品牌提升, 销售渠道拓展, 我们认为公司未来营收将保持较为稳定发展。然而, 由于木浆价格原材料上涨, 后疫情时代, 无纺布价

格呈下行趋势，公司 2021 年利润端或将承压。后期伴随原材料价格回落与产能陆续释放，公司利润有望回升。

**我们假设：**

1、综合产能扩张，客户需求与原材料成本波动情况，预计 2021-2023 年公司宠物垫的毛利率分别为 20%、21%、21%；宠物尿裤的毛利率分别为 43%、45%、45%；无纺布的毛利率分别为 13%、10%、10%；卫生巾的毛利率分别为 30%、31%、31%；护理垫的毛利率分别为 33%、33%、33%。

2、预计公司 2021-2023 年公司宠物垫的销量增速分别为 23%、23%、23%；宠物尿裤的销量增速分别为 12%、10%、10%；无纺布的销量增速分别为 12%、10%、10%；卫生巾的销量增速分别为 15%、10%、10%；护理垫的销量增速分别为 15%、10%、10%。

3、伴随着公司规模扩张和国内业务的深入，预计 2021-2023 年公司销售费用率分别为 3.71%、4.00%、4.00%，管理费用率分别为 2.09%、2.50%、2.50%，研发费用率分别为 0.70%、1.00%、1.00%。

**图表 59 公司收入成本预测表**

细分产品	项目	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
宠物垫	销售收入 (百万元)	766.23	866.44	1015.33	1279.41	1613.01	1984.00
	yoy		<b>13.08%</b>	<b>17.18%</b>	<b>26.01%</b>	<b>26.08%</b>	<b>23.00%</b>
	销售量 (百万片)	2126.99	2124.18	2600.42	3198.52	3934.17	4839.03
	yoy		<b>-0.13%</b>	<b>22.42%</b>	<b>23.00%</b>	<b>23.00%</b>	<b>23.00%</b>
	销售均价 (元/片)	0.36	0.41	0.39	0.4	0.41	0.41
	毛利	81.91	179.01	214.54	255.88	338.73	416.64
	毛利率	10.69%	20.66%	21.13%	20%	21%	21%
宠物尿裤	销售收入 (百万元)	40.87	57.48	61.31	73.12	83.27	93.68
	yoy		<b>40.64%</b>	<b>40.64%</b>	<b>19.27%</b>	<b>13.88%</b>	<b>12.50%</b>
	销售量 (百万片)	58.52	78.22	76.81	86.03	94.63	104.09
	yoy		<b>33.68%</b>	<b>-1.81%</b>	<b>12.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
	销售均价 (元/片)	0.7	0.73	0.8	0.85	0.88	0.9
	毛利	17.44	28.42	31.33	31.44	37.47	42.16
	毛利率	42.67%	49.45%	51.10%	43%	45%	45%
无纺布	销售收入 (百万元)	59.34	68.30	109.65	84.83	71.78	78.95
	yoy		<b>15.10%</b>	<b>60.53%</b>	<b>-22.6%</b>	<b>-15.38%</b>	<b>10.00%</b>
	销售量 (百吨)	55.51	66.87	58.26	65.25	71.78	78.95
	yoy		<b>20.48%</b>	<b>-12.88%</b>	<b>12.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
	销售均价 (万元/吨)	1.07	1.02	1.88	1.3	1	1
	毛利	5.64	6.14	57.47	11.03	7.18	7.90
	毛利率	9.51%	8.99%	52.41%	13%	10%	10%
卫生巾	销售收入 (百万元)	14.09	9.35	5.95	7.21	8.33	9.60
	yoy		<b>-33.64%</b>	<b>-36.41%</b>	<b>21.3%</b>	<b>15.50%</b>	<b>15.24%</b>
	销售量 (百万片)	70.04	51.22	31.35	36.06	39.66	43.63
	yoy		<b>-26.87%</b>	<b>-38.79%</b>	<b>15.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
	销售均价 (元/片)	0.2	0.18	0.19	0.2	0.21	0.22
	毛利	5.49	2.92	1.92	2.16	8.33	2.98
	毛利率	38.97%	31.27%	32.28%	30%	31%	31%
护理垫	销售收入 (百万元)	11.15	14.32	25.07	30.19	34.83	40.09
	yoy		<b>28.43%</b>	<b>75.05%</b>	<b>20.45%</b>	<b>15.37%</b>	<b>15.12%</b>

	销售量 (百万片)	18.73	26.83	64.03	73.64	81.00	89.10
	yoy		<b>43.26%</b>	<b>138.68%</b>	<b>15.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
	销售均价 (元/片)	0.6	0.53	0.39	0.41	0.43	0.45
	毛利	3.25	4.47	8.42	9.96	11.49	13.23
	毛利率	29.17%	31.24%	33.58%	33%	33%	33%
其他业务	销售收入 (百万元)	11.53	11.8	23.71	35.57	53.35	80.02
	yoy		<b>2.34%</b>	<b>100.93%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>	<b>10.00%</b>
	毛利	3.26	4.27	9.68	3.26	3.26	3.26
	毛利率	28.27%	36.19%	40.83%	9.17%	6.11%	4.07%

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

## 4.2 投资建议

公司作为宠物用品赛道行业龙头企业在生产、研发、销售等方面综合实力较强，规模效应、供应链与先发优势明显，海外客户深度绑定，国内业务方兴未艾。伴随宠物行业消费升级，作为宠物护理用品“第一股”未来有望迎来进一步发展。

我们预计 2021-2023 年公司实现主营业务收入 14.75 亿元、18.12 亿元、22.07 亿元，同比增长 18.9%、22.8%、21.8%，对应归母净利润 1.60 亿元、1.98 亿元、2.35 亿元，同比分别增长-17.6%、23.5%、19.0%，对应 EPS1.70 元、2.10 元、2.50 元。我们给予公司 2022 年 45 倍 PE，目标价格 94.5 元，目标市值 88.83 亿元，给予“增持（首次）”评级。

图表 60 上市宠物相关企业估值对照表

公司	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			2020 年净资产收益率	2019 年净资产收益率
			TTM	21E	22E		
依依股份	59	14.7	29.54	39.19	29.82	31.62	26.97
均值	95.95	49.02	42.43	36.53	28.02	20.56	22.41
中宠股份	125	125	84.39	65.63	49.34	10.49	9.95
佩蒂股份	60.7	39	48.04	35.02	26.05	8.69	5.01
瑞普生物	127	79	28.85	24.00	19.42	17.40	9.41
百亚股份	94	9.4	45.33	38.47	29.68	20.00	19.46
豪悦护理	110	27	18.42	16.85	13.64	35.14	63.66

资料来源：Wind，华安证券研究所。

## 风险提示：

原材料成本波动风险加大；海外市场竞争加剧风险；汇率波动风险；国内市场拓展不及预期；贸易摩擦风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	399	151	-59	-217	<b>营业收入</b>	1241	1475	1812	2207
现金	56	-265	-564	-831	营业成本	918	1165	1409	1724
应收账款	205	244	300	365	营业税金及附加	7	7	13	15
其他应收款	2	2	2	3	销售费用	13	55	72	88
预付账款	17	21	26	32	管理费用	27	31	45	55
存货	108	137	166	203	财务费用	23	0	0	0
其他流动资产	11	11	11	11	资产减值损失	-1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	513	970	1426	1883	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	2	3	5
固定资产	197	393	590	787	<b>营业利润</b>	250	211	261	311
无形资产	52	104	156	208	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	265	472	680	888	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	912	1121	1367	1665	<b>利润总额</b>	257	211	261	311
<b>流动负债</b>	184	232	280	343	所得税	62	51	63	75
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	194	160	198	235
应付账款	148	187	227	277	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	36	44	54	66	<b>归属母公司净利润</b>	194	160	198	235
<b>非流动负债</b>	17	17	17	17	EBITDA	292	313	360	407
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.75	1.70	2.10	2.50
其他非流动负债	17	17	17	17					
<b>负债合计</b>	200	248	297	360					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	71	71	71	71	<b>会计年度</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
资本公积	268	268	268	268	<b>成长能力</b>				
留存收益	373	533	731	967	营业收入	20.8%	18.9%	22.8%	21.8%
归属母公司股东权	712	872	1070	1306	营业利润	80.1%	-15.6%	23.6%	19.0%
<b>负债和股东权益</b>	912	1121	1367	1665	归属于母公司净利	82.2%	-17.6%	23.5%	19.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	26.0%	21.0%	22.3%	21.9%
					净利率 (%)	15.7%	10.9%	10.9%	10.7%
					ROE (%)	27.3%	18.4%	18.5%	18.0%
					ROIC (%)	28.5%	18.0%	18.0%	17.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	21.9%	22.1%	21.7%	21.6%
					净负债比率 (%)	28.1%	28.4%	27.7%	27.5%
					流动比率	2.17	0.65	-0.21	-0.63
					速动比率	1.49	-0.03	-0.89	-1.32
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.36	1.32	1.33	1.33
					应收账款周转率	6.05	6.05	6.05	6.05
					应付账款周转率	6.21	6.21	6.21	6.21
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	2.75	1.70	2.10	2.50
					每股经营现金流	1.94	2.55	2.76	3.08
					每股净资产	7.55	9.25	11.35	13.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.00	47.71	38.64	32.48
					P/B	0.00	8.76	7.14	5.86
					EV/EBITDA	-0.19	19.19	17.49	16.12

资料来源:公司公告,华安证券研究所

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	183	240	260	291
净利润	194	160	198	235
折旧摊销	25	105	105	105
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-5	-2	-3	-5
营运资金变动	-34	-25	-40	-46
其他经营现金流	231	186	239	283
<b>投资活动现金流</b>	-203	-561	-559	-558
资本支出	-273	-563	-563	-563
长期投资	65	0	0	0
其他投资现金流	5	2	3	5
<b>筹资活动现金流</b>	-1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-27	-321	-299	-267

## 分析师简介

**分析师:** 王莺, 华安证券农业首席分析师, 2012 年水晶球卖方分析师第五名, 农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准,

A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。