

依依股份 (001206)

证券研究报告

2021年08月29日

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

公司发布半年报，21H1 实现收入 5.7 亿，同减 2%。实现归母净利润 0.6 亿，同减 46%，归母净利率 10.5%，同减 8.4pct。单 Q 来看，21Q1/Q2 分别实现营收 3.1/2.6 亿，同比变化+41%/-28%。实现归母净利润 0.33/0.27 亿，同比变化+17%/-67%，归母净利率 10.7%/10.3%，同减 2.1/12.3pct。

分行业看，①宠物一次性卫生护理用品实现收入 5.3 亿，同增 9.4%，收入占比 92.6%；毛利率 19.9%，同减 2.95pct。②个人一次性卫生护理用品实现收入 1381 万，同减 46.6%，主要是口罩业务减少，收入占比 2.4%。③无纺布实现收入 2796 万，同减 62.7%，主要是 20H1 疫情影响无纺布价格高涨，21H1 价格已回落到正常水平，收入占比 4.9%。

分产品看，①宠物垫实现收入 4.95 亿，同增 9.8%，收入占比 86.4%；毛利率 18.1%，同减 2.61pct。②宠物尿裤实现收入 3175 万，同增 5.2%，收入占比 5.5%。③护理垫实现收入 1103 万，同减 1.4%，收入占比 1.9%。④无纺布实现收入 2796 万，同减 62.7%，收入占比 4.9%。

分地区看，①境外实现收入 5.3 亿，同增 6.9%，收入占比 92.5%；毛利率 20.0%，同减 3.49pct。②境内实现收入 4297 万，同减 52.5%，收入占比 7.5%。公司主要客户包括 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺等连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品电商平台，21H1CR5 收入占比 51%。下游客户渠道稳定&供货量要求大、供应商准入门槛较高、客户黏性较强的行业特征，为公司业绩稳定增长提供了良好保障。

成本费用端来看，21H1 实现综合毛利率 19.4%，同减 9.5pct，主要系 20H1 疫情刺激利好各业务条线产品销售。销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.4%/2.79%/0.2%/0.7%，同比变化+0.5/+0.9/+0.8/+0.1pct。子公司高洁有限生产的无纺布是公司生产原材料之一，将无纺布生产纳入产业链体系可有效控制原料成本及产品质量，并可以对外销售以充分利用产能。

宠物卫生护理用品出口龙头，乘宠物经济东风拓品类拓市场可期。2018 年至 2021H1，依依的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的比例分别为 33.22%/33.08%/36.33%/34.48%，市占率较为稳定。同时，公司也在积极加大自主品牌乐事宠、Hushpet 的品牌建设，努力拓展国内自主品牌销售业务。随着市场需求加大，国内宠物卫生用品企业集中度有望提升。

投资建议：基于全球四十余个国家及地区、百余个品牌商的终端消费需求，依依在规模化产能的切实保障下，实现了在不同尺寸/薄厚/吸水性/环保性差异标准产品间的切换，率先建立了规模化系统化丰富个性化的全覆盖产品体系，目前已成为部分知名跨国公司的独家生产供应商。截止 21H1，账面在建工程 2.7 亿（20 年底为 2.1 亿），随着 21H2 新工厂产能释放，海外业务有望稳步放量。预计 21-23 年净利润分别为 1.4/2.0/2.4 亿，对应 33/24/19xPE，维持“买入”评级！

风险提示：海外市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，在建项目不达预期，汇率波动风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,027.69	1,241.01	1,395.64	1,777.07	2,374.34
增长率(%)	13.76	20.76	12.46	27.33	33.61
EBITDA(百万元)	30.61	307.60	196.87	274.55	339.13
净利润(百万元)	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
增长率(%)	201.57	82.16	(27.36)	39.18	23.45
EPS(元/股)	1.13	2.06	1.50	2.08	2.57
市盈率(P/E)	44.25	24.29	33.44	24.03	19.46
市净率(P/B)	9.12	6.63	5.39	4.40	3.59
市销率(P/S)	4.60	3.81	3.38	2.66	1.99
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.94	15.99	12.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/造纸
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	48.52 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	94.33
流通 A 股股本(百万股)	23.58
A 股总市值(百万元)	4,577.07
流通 A 股市值(百万元)	1,144.27
每股净资产(元)	18.52
资产负债率(%)	8.09
一年内最高/最低(元)	115.80/48.01

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《依依股份-首次覆盖报告:优质客户&稳供应链造就宠物护理第一股，拓品类拓区域畅享成长市场红利》
2021-06-05

1. 21H1 收入同减 2%，乘宠物经济东风拓品类拓市场可期

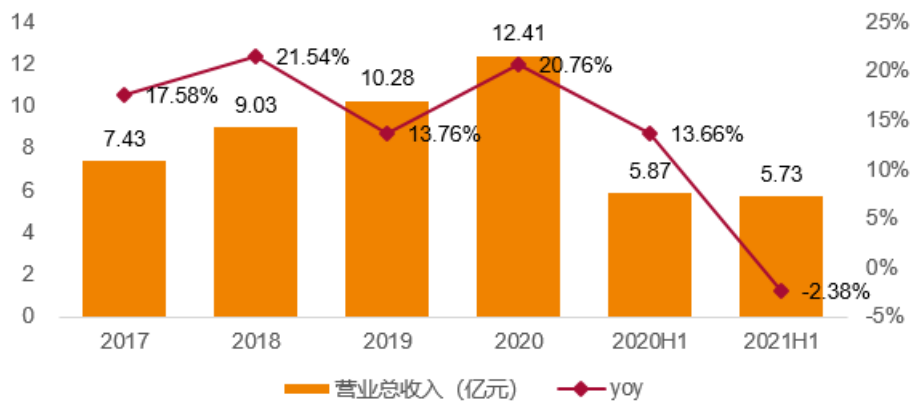
公司发布半年报，21H1 实现收入 5.7 亿，同减 2%。实现归母净利润 0.6 亿，同减 46%，归母净利率 10.5%，同减 8.4pct。单 Q 来看，21Q1/Q2 分别实现营收 3.1/2.6 亿，同比变化 +41%/-28%。实现归母净利润 0.33/0.27 亿，同比变化 +17%/-67%，归母净利率 10.7%/10.3%，同减 2.1/12.3pct。

2. 21H1 宠物护理用品收入同增 9.4%，海外客户需求稳定，新建工厂产能释放可期

2.1. 消化高基数，个人护理与无纺布业务大幅缩水

21H1 实现收入 5.7 亿，同减 2%。分行业看，宠物一次性卫生护理用品实现收入 5.31 亿元，同比增加 9.36%，营收占比 92.61%；个人一次性卫生护理用品实现收入 0.14 亿元，同比减少 46.56%，营收占比 2.41%；无纺布实现收入 0.28 亿元，同比减少 62.74%，营收占比 4.88%；其他业务实现收入 0.01 亿，同比减少 32.34%，营收占比 0.10%。由于 2021 上半年国内疫情缓和，防疫物资需求量回缓，因此公司口罩销量骤减，无纺布价格回落，从而导致营收与利润大幅度缩水。

图 1：21H1 收入同减 2%

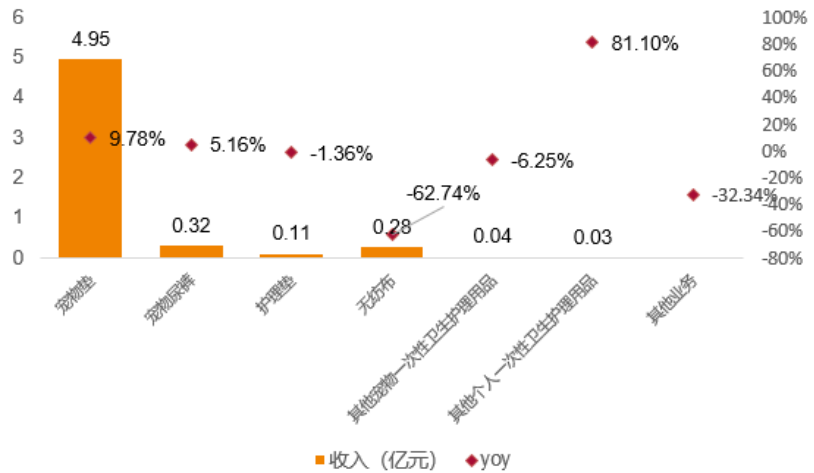


资料来源：公司公告，天风证券研究所

分产品看，宠物垫实现收入 4.95 亿元，同比增加 9.78%，营收占比 86.39%；宠物尿裤实现收入 0.32 亿元，同比增加 5.16%，营收占比 5.54%；其他宠物一次性卫生护理用品实现收入 0.04 亿元，同比减少 6.25%，营收占比 0.68%；护理垫实现收入 0.11 亿，同比减少 1.38%，营收占比 1.92%；其他个人一次性卫生护理用品实现收入 0.03 亿元，同比减少 81.10%，营收占比 0.49%；无纺布实现收入 0.28 亿元，同比减少 62.74%，营收占比 4.88%；其他业务实现收入 0.01 亿元，同比减少 32.34%，营收占比 0.10%。

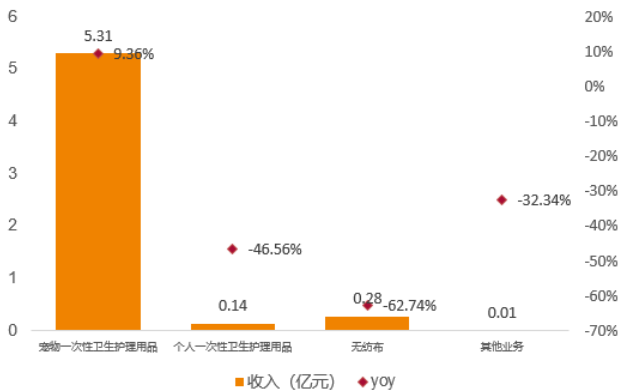
分地区看，境内实现收入 0.43 亿元，同比减少 52.47%，营收占比 7.50%；境外实现收入 5.30 亿元，同比增加 6.92%，营收占比 92.50%。公司主要客户包括 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺等连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品电商平台，21H1CR5 收入占比 51%。下游客户渠道稳定&供货量要求大、供应商准入门槛较高、客户黏性较强的行业特征，为公司业绩稳定增长提供了良好保障。

图 2：分产品收入变化



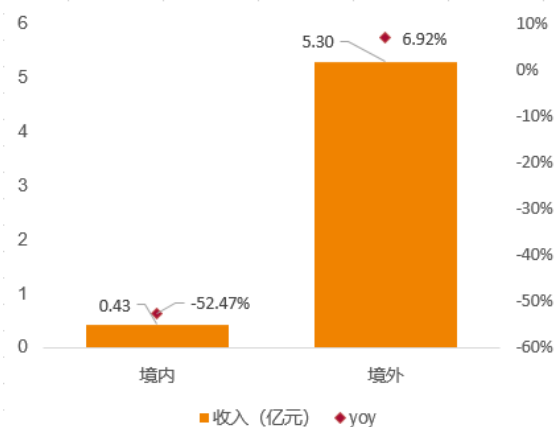
资料来源: wind, 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 分行业收入变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 分地区收入变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

宠物卫生护理用品出口龙头，乘宠物经济东风拓品类拓市场可期。2018 年至 2021H1，依依的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的比例分别为 33.22%/33.08%/36.33%/34.48%，市占率较为稳定。同时，公司也在积极加大自主品牌乐事宠、Hushpet 的品牌建设，努力拓展国内自主品牌销售业务。随着市场需求加大，国内宠物卫生用品企业集中度有望提升。

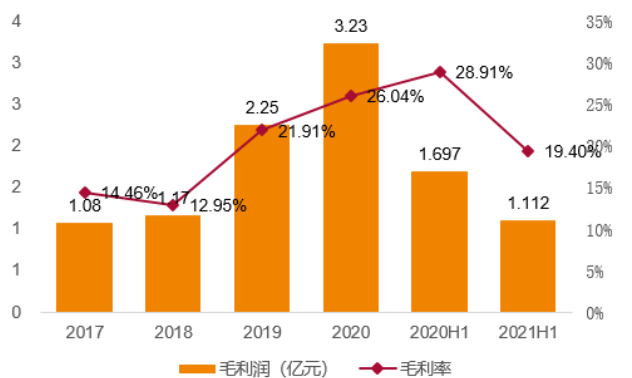
2.2. 受疫情高基数影响，21H1 毛利率有所拉低

21H1 实现毛利 1.11 亿元，毛利率 19.40%，同比减少 9.51pct。其中 Q1 实现毛利 0.57 亿元，毛利率 18.35%，同比减少 2.08pct；Q2 实现毛利 0.54 亿元，毛利率 20.65%，同比减少 13.36pct。

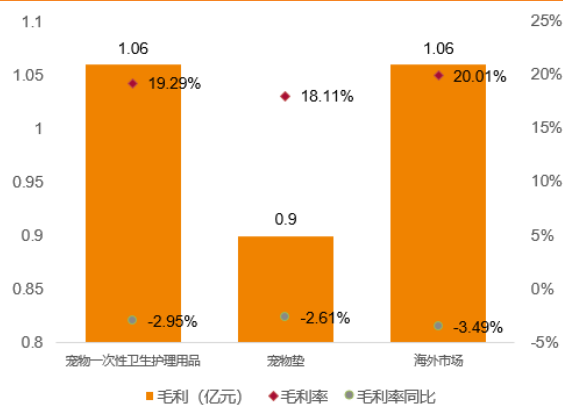
分行业看，宠物一次性卫生护理用品实现毛利 1.06 亿元，毛利率 19.29%，同比减少 2.95pct。主要产品宠物垫实现毛利 0.90 亿元，毛利率 18.11%，同比减少 2.61pct。主要市场海外市场实现毛利 1.06 亿元，毛利率 20.01%，同比减少 3.49pct；国内市场实现毛利 0.05 亿元，毛利率 11.96%。

图 5: 21H1 综合毛利率下降 9.5pct

图 6: 21H1 宠物护理用品毛利率下降 2.95pct



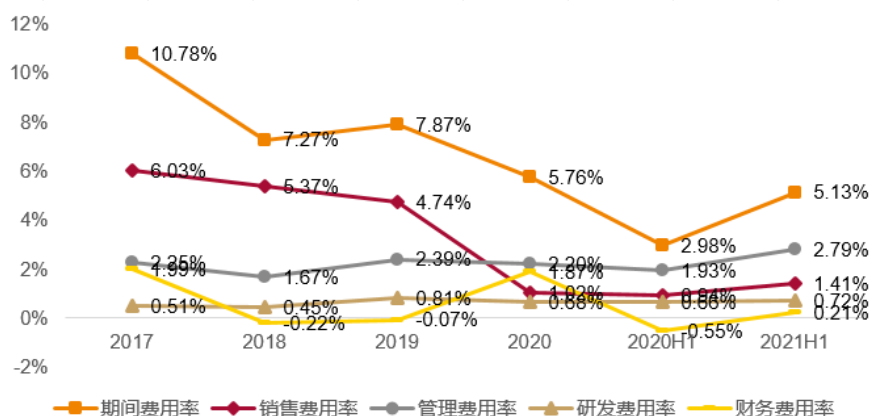
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

21H1 期间费用率 5.13%。其中，销售费用率 1.41%，同比增长 0.48pct；管理费用率 2.79%，同比增加 0.87pct；研发费用率 0.72%，同比增加 0.05pct。单 Q 来看，Q1 期间费用率 3.78%，同比增长 1.37pct；Q2 期间费用率 6.72%，同比增长 3.39pct。

图 7：费用率变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 21H1 实现归母净利润 0.60 亿元，归母净利率减少 8.41pct

21H1 实现归母净利润 0.60 亿元，同比减少 45.73%，归母净利率 10.53%，同比减少 8.41pct。实现归母扣非净利润 0.60 亿元，同比减少 45.74%，归母扣非净利率 10.46%，同比减少 8.36pct。

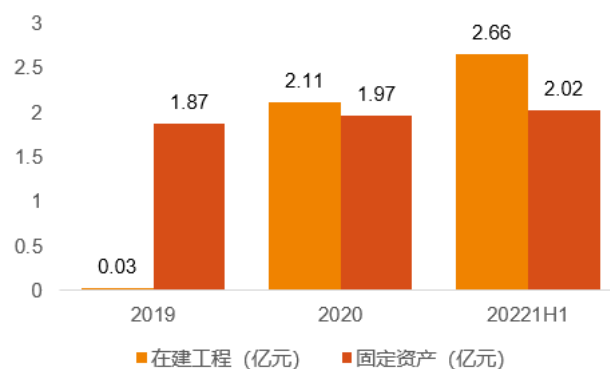
单 Q 来看，Q1/Q2 分别实现归母净利润 0.33/0.27 亿元，同比变化+17.43%/-67.31%，归母净利率 10.74%/10.28%，同比减少 2.11/12.31pct。实现归母扣非净利润 0.33/0.27 亿元，同比增加 16.12%/-66.93%，归母扣非净利率 10.57%/10.33%，同比减少 2.22/12.11pct。

图 8：21H1 归母净利润同比下降 46%

图 9：截止 21H1，账面在建工程 2.7 亿



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 投资建议

基于全球四十余个国家及地区、百余个品牌商的终端消费需求，依在规模化产能的切实保障下，实现了在不同尺寸/薄厚/吸水性/环保性差异标准产品间的切换，率先建立了规模化系统化丰富化个性化的全覆盖产品体系，目前已成为部分知名跨国公司的独家生产供应商。截止 21H1，账面在建工程 2.7 亿（20 年底为 2.1 亿），随着 21H2 新工厂产能释放，海外业务有望稳步放量。预计 21-23 年净利润分别为 1.4/2.0/2.4 亿，对应 33/24/19xPE，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	112.27	55.83	210.06	317.31	518.47
应收票据及应收账款	159.39	205.16	216.37	268.98	286.80
预付账款	2.44	16.78	7.97	11.55	19.59
存货	86.15	108.14	113.54	173.56	206.23
其他	75.19	13.04	36.47	40.16	35.89
流动资产合计	435.45	398.95	584.41	811.56	1,066.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	187.24	196.73	290.37	367.79	422.48
在建工程	2.93	211.06	162.64	145.58	117.35
无形资产	51.99	52.01	50.80	49.59	48.37
其他	7.52	53.51	24.26	28.84	34.60
非流动资产合计	249.67	513.32	528.07	591.80	622.80
资产总计	685.12	912.27	1,112.48	1,403.36	1,689.77
短期借款	0.00	0.00	45.70	38.90	40.20
应付票据及应付账款	116.45	147.67	131.52	240.54	268.19
其他	34.21	35.83	40.75	33.35	48.02
流动负债合计	150.67	183.50	217.98	312.79	356.41
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	16.66	16.51	17.40	16.86	16.92
非流动负债合计	16.66	16.51	17.40	16.86	16.92
负债合计	167.33	200.01	235.38	329.65	373.33
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	70.75	70.75	94.33	94.33	94.33
资本公积	268.25	268.25	268.25	268.25	268.25
留存收益	447.04	641.50	782.77	979.38	1,222.11
其他	(268.25)	(268.25)	(268.25)	(268.25)	(268.25)
股东权益合计	517.79	712.25	877.10	1,073.71	1,316.44
负债和股东权益总计	685.12	912.27	1,112.48	1,403.36	1,689.77

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
折旧摊销	19.99	24.57	16.00	20.85	24.76
财务费用	4.23	0.02	0.00	0.00	0.00
投资损失	(0.06)	(4.92)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(2.67)	(73.78)	5.67	(14.81)	(29.35)
其它	(3.98)	42.98	0.00	7.40	(11.87)
经营活动现金流	124.26	183.33	162.94	210.05	226.26
资本支出	41.55	242.14	59.10	80.55	49.94
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(147.49)	(445.10)	(139.89)	(175.35)	(76.21)
投资活动现金流	(105.94)	(202.96)	(80.79)	(94.81)	(26.27)
债权融资	2.02	0.00	48.51	40.51	41.67
股权融资	148.02	(23.15)	23.58	0.00	0.00
其他	(105.21)	21.96	0.00	(48.51)	(40.51)
筹资活动现金流	44.83	(1.20)	72.09	(8.00)	1.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	63.15	(20.83)	154.23	107.25	201.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,027.69	1,241.01	1,395.64	1,777.07	2,374.34
营业成本	802.47	917.78	1,117.21	1,410.46	1,904.22
营业税金及附加	6.09	7.08	0.00	0.00	0.00
营业费用	48.73	12.57	52.89	63.44	67.91
管理费用	161.89	27.31	30.70	39.10	52.24
研发费用	7.59	8.39	13.96	17.77	23.74
财务费用	(0.68)	23.15	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(1.84)	(0.85)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.21	1.21	0.00	7.40	(11.87)
投资净收益	0.06	4.92	0.00	0.00	0.00
其他	(135.85)	(10.89)	0.00	(14.81)	23.73
营业利润	139.02	250.34	180.87	253.70	314.37
营业外收入	2.50	8.72	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.86	2.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.67	256.96	185.87	258.70	319.37
所得税	33.91	62.50	44.61	62.09	76.65
净利润	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
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	106.75	194.46	141.26	196.62	242.72
每股收益(元)	1.13	2.06	1.50	2.08	2.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	13.76%	20.76%	12.46%	27.33%	33.61%
营业利润	200.13%	80.08%	-27.75%	40.27%	23.91%
归属于母公司净利润	201.57%	82.16%	-27.36%	39.18%	23.45%
获利能力					
毛利率	21.92%	26.05%	19.95%	20.63%	19.80%
净利率	10.39%	15.67%	10.12%	11.06%	10.22%
ROE	20.62%	27.30%	16.11%	18.31%	18.44%
ROIC	31.33%	61.82%	22.85%	28.82%	32.35%
偿债能力					
资产负债率	24.42%	21.92%	21.16%	23.49%	22.09%
净负债率	-21.29%	-7.84%	-18.42%	-25.78%	-36.22%
流动比率	2.89	2.17	2.68	2.59	2.99
速动比率	2.32	1.58	2.16	2.04	2.42
营运能力					
应收账款周转率	6.52	6.81	6.62	7.32	8.54
存货周转率	12.77	12.77	12.59	12.38	12.50
总资产周转率	1.75	1.55	1.38	1.41	1.54
每股指标(元)					
每股收益	1.13	2.06	1.50	2.08	2.57
每股经营现金流	1.32	1.94	1.73	2.23	2.40
每股净资产	5.49	7.55	9.30	11.38	13.96
估值比率					
市盈率	44.25	24.29	33.44	24.03	19.46
市净率	9.12	6.63	5.39	4.40	3.59
EV/EBITDA	0.00	0.00	22.94	15.99	12.37
EV/EBIT	0.00	0.00	24.97	17.30	13.34

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 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