

## 依依股份 (001206.SZ) 增持 (首次评级)

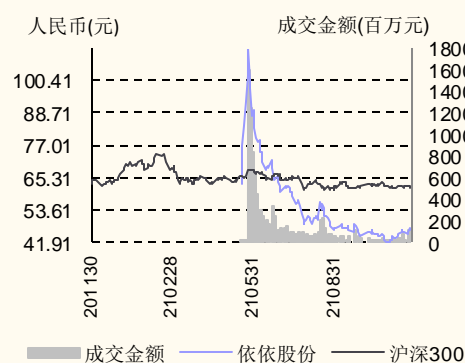
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 46.38 元

目标价格 (人民币): 49.30 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	0.94
已上市流通 A 股(亿股)	0.24
总市值(亿元)	43.75
年内股价最高最低(元)	111.91/41.91
沪深 300 指数	4860
深证成指	14777



## 宠物卫生护理龙头，产能释放成长可期

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,028	1,241	1,305	1,622	1,916
营业收入增长率	13.76%	20.76%	5.14%	24.31%	18.11%
归母净利润(百万元)	107	194	144	179	212
归母净利润增长率	201.57%	82.16%	-25.90%	24.10%	18.69%
摊薄每股收益(元)	1.509	2.749	1.528	1.896	2.250
每股经营性现金流净额	1.71	2.54	1.13	2.28	2.83
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.62%	27.30%	7.70%	8.84%	9.63%
P/E	N/A	N/A	30.36	24.47	20.61
P/B	N/A	N/A	2.34	2.16	1.99

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **卡位宠物优质赛道，深耕卫生用品出口业务。**公司以宠物卫生用品代工业务为基本盘，生产销售宠物一次性卫生护理用品、无纺布等，同时自主品牌培育发展中。2021年前三季度营收同比+2.2%，净利润同比-38.57%。
- **宠物卫生用品：海外市场看集中度提升，国内处早期渗透空间大。**海外宠物消费在疫情下彰显韧性，2020年美国宠物消费增速8.6%，且受益于渠道分布集中，贴牌代工模式成熟，更倾向选择专业的优质供应链。国内宠物用品较为分散，卫生&环保&文明意识驱动卫生尿垫等渗透率提升。
- **出口业务为主，国内业务积极开拓探索中。**1H21公司海外业务占比92.5%，凭借强品质、成本优势，高周转深度绑定沃尔玛等头部海外客户，2018-2020年前十大营收占比72%/70%/63%，预计海外成熟客户持续开拓奠定稳健成长。国内市场，基于供应链和产品力底层能力的复制，当前已与华元、宠幸等线上品牌进行深度合作，未来拓客户空间广。
- **拓品类：尿垫受益于渗透率提升+产品升级，尿裤低渗透下成长可期。**公司基于痛点产品升级+完善产品矩阵，打造宠物赛道竞争力体系。未来尿垫的增长点来自国内渗透率提升&份额提升、产品升级带来的平均价格带上移。尿裤的增长点来自渗透率的提升，且凭借高毛利率优势优化产品结构，尿裤毛利率较尿垫高20-30pct。产业链延伸角度，公司积极向上游延伸无纺布产业链，减弱成本波动。
- **IPO募资新增产能以尿垫为主，扩展无纺布应用。**IPO募集资金净额9.75亿元，用于宠物垫/宠物尿裤/卫生护理材料项目金额分别为3.86/1.14/2.54亿元，达产后预计新增产能22.50亿片/2.20亿片/3.1万吨。其中7亿片宠物垫项目、1.2亿片宠物尿裤项目已部分投产。

## 投资建议与估值

- 我们预计2021-2023年公司EPS分别为1.53、1.90和2.25元，当前股价对应PE为30/24/21倍，考虑到公司产能稳步扩张，上游自建无纺布产线打造成本优势，我们采用市盈率相对估值法，给予公司2022年26X估值，对应目标价49.3元，给予“增持”评级。

## 风险提示

- 原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险；在建项目不能达到预期收益的风险；22年5月IPO限售股解禁；汇率波动风险

姜浩 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003  
jianghao@gjzq.com.cn

尹新悦 联系人  
yinxinyue@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

#### 1、宠物一次性卫生护理用品：

受益于陪伴意识和环保意识的提升、以及公司在规模生产和研发设计上的优势，过去公司产能处于供不应求的状态，新项目投产后将得到进一步的释放，我们预计公司未来三年宠物尿垫、尿裤业务的订单有望稳步提升。我们预计 2021-2023 年公司宠物一次性卫生护理用品营收同比+11.5%/20.2%/15.9%，毛利率为 18.4%/19.7%/20.5%。

1) 宠物垫：IPO 募资新增产能，我们预计未来三年宠物垫新增产能分别为 1.8/8.3/5.2 亿片，产能增速+7%/+29%/+14%。公司采用成本加成法进行计价，考虑到成本端压力减弱的影响，同时叠加尿垫国内渗透率提升和份额提升、产品升级带来的平均价格带上移，我们预计 2021-2023 年营收同比+11.2%/19.8%/15.2%，毛利率为 16.3%/17.5%/18.1%。

2) 宠物尿裤：IPO 募资新增产能，我们预计未来三年宠物尿裤新增产能分别为 0.2/0.5/0.5 亿片，产能增速+11%/+24%/+20%。随着尿裤渗透率的提升，预计 2021-2023 年营收同比+16.4%/+26%/+25.4%，同时 2022 年起伴随新机器的切换、尿裤渗透率的逐步提升，成本曲线有望继续下行，毛利率仍有上升的空间，预计 2021-2023 年毛利率为 48.8%/50.7%/51.0%，同比 -2.3pct/+1.8pct/+0.3pct。

#### 2、无纺布：

随着疫情防控转入常态化，无纺布的市场需求较为稳健；另一方面，公司新无纺布生产线的建设与投产将释放更多产能，预计 2021-2023 年新增产能 0.27/1.05/1.4 万吨，无纺布营收同比-58.0%/+147.5%/+49.5%。2020 年受防疫物资影响，公司毛利率高于往常，我们预计 21 年开始无纺布外销毛利率恢复正常，我们预计 2021-2023 年公司无纺布毛利率为 8.2%/9.6%/8.5%。

#### 3、费用预测：

**销售费用：**未来三年公司有望在国内积极进行自有品牌的市场开拓，我们预计销售费用分别为 0.23/0.39/0.48 亿元，销售费用率预计为 1.8%/2.5%/2.5%。

**管理费用：**伴随公司规模扩大、管理效率的提升，我们预计 2021-2023 年公司管理费用分别为 0.35/0.42/0.52 亿元，管理费用率为 2.7%/2.7%/2.7%。

**研发费用：**预计 21-23 年研发费用稳健增长，研发费用率为 0.7%/0.8%/0.8%。

### ■ 估值和目标价格

我们采用相对估值法，考虑到公司产能稳步扩张，上游自建无纺布产线打造成本优势，下游积极发展自有品牌，给予公司 2022 年 26X 估值，对应目标价 49.3 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、卡位宠物优质赛道，深耕卫生用品出口业务 .....	6
2、宠物卫生用品：海外市场看集中度提升，国内处早期渗透空间大 .....	9
2.1、海外宠物：渠道分布集中，接入全球优质供应链 .....	9
2.2、国内宠物：市场开拓早期，环保意识驱动尿垫渗透率提升 .....	10
2.3、产业链已成熟，供应链生产龙头探索国内业务成长 .....	13
3、出口业务为主，国内业务积极探索开拓中 .....	16
3.1、头部客户背书，彰显代工地位 .....	17
3.2、大客户稳健成长，开拓客户贡献增量 .....	21
3.3、国内市场开拓成长新空间：ODM/OEM+自有品牌双轮驱动 .....	22
4、控成本：精修内功，自备无纺布&自动化突破成本下限 .....	23
4.1、产业链延伸：自建无纺布产能，降低成本端波动 .....	24
4.2、精益生产+自动化，成本管控能力进一步提升 .....	25
5、品类优化：尿垫产品升级优化结构，尿裤低基数下高成长 .....	26
5.1、尿垫：强化功能创新&迭代，满足客户需求 .....	26
5.2、宠物尿裤成为新的利润增长点 .....	28
盈利预测和投资建议 .....	29
盈利预测 .....	29
投资建议 .....	31
风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	6
图表 2：2015-2021M1-M9 公司营收及增速 .....	6
图表 3：2017-2021M1-M9 公司净利润及增速 .....	6
图表 4：公司三大品类主要产品示例 .....	7
图表 5：2017-2021H1 公司各业务营收占比 .....	8
图表 6：2018-2021H1 公司三大品类营收增速 .....	8
图表 7：出口业务以北美为主（单位：百万元） .....	8
图表 8：北美业务营收占比最高 .....	8
图表 9：公司 IPO 募集资金用途 .....	8
图表 10：公司 IPO 募投项目预计新增产能情况 .....	9
图表 11：美国宠物行业增速保持在 6%-8% .....	9
图表 12：2020 年各国宠物用品渠道分布结构 .....	10
图表 13：中国宠物行业发展历程 .....	10
图表 14：中国宠物市场规模及增速 .....	11
图表 15：2017-2020 年中国宠物市场量价拆分 .....	11

图表 16: 宠物猫数量增速快于宠物狗.....	11
图表 17: 单只宠物猫消费增速高于宠物狗.....	11
图表 18: 中国宠物市场格局.....	12
图表 19: 中国宠物用品与宠物食品零售额同比增速.....	12
图表 20: 2020 年中国宠物用品市场品牌格局.....	12
图表 21: 中国宠物用品相较食品行业集中度更分散.....	12
图表 22: 国内线上宠物产品消费结构.....	13
图表 23: 2020 年随地大小便是人们最不能接受的不文明养宠行为.....	13
图表 24: 中国宠物一次性卫生护理用品行业产业链图解.....	14
图表 25: 国内宠物用品上市公司大多以出口为主营业务.....	14
图表 26: 中国宠物一次性卫生护理用品行业竞争格局.....	15
图表 27: 中国宠物用品行业主要生产制造商情况.....	15
图表 28: 国内知名生产商代工品类 2017-1H2021 年毛利率对比.....	16
图表 29: 2020 年公司销售渠道划分.....	17
图表 30: 2018-2020 年公司主营业务分模式营收情况 (百万元).....	17
图表 31: 公司出口额占海关同类产品出口额比重 (亿元).....	18
图表 32: 2016-1H2021 年前五大客户营收占比约为 50%.....	18
图表 33: 公司主要客户或品牌介绍.....	18
图表 34: 2018-2020 年主要产品的产能、产量情况.....	20
图表 35: 可比公司主要客户及对应信用期政策.....	20
图表 36: 可比公司存货周转天数的对比.....	21
图表 37: 可比公司应收账款周转天数的对比.....	21
图表 38: 2018-2020 年公司海外代工营收占比最大.....	21
图表 39: 2014-1H2021 年公司海外营收规模及增速.....	21
图表 40: 2016-2020 年公司前五大销售客户销售额占比.....	22
图表 41: 2018-2020 年公司境内销售规模 (万元).....	22
图表 42: 2018-2020 年公司境内销售渠道占比.....	22
图表 43: 公司国内主要合作品牌运营商情况介绍.....	23
图表 44: 2018-2020 年公司卫生护理自主品牌毛利率高于 ODM/OEM.....	23
图表 45: 主要原材料占主营业务成本比例.....	24
图表 46: 上海针叶浆期货价格呈下降趋势.....	24
图表 47: 主要原材料价格位于周期高点.....	24
图表 48: 过去无纺布自用比例超过 50%.....	25
图表 49: 无纺布产能投放计划 (单位, 万吨).....	25
图表 50: 公司分产品单价和单位成本变动.....	25
图表 51: 可比公司生产人员占比.....	26
图表 52: 可比公司生产人员人均创收 (万元/人).....	26
图表 53: IPO 募集资金投资项目中宠物尿垫、尿裤的自动化设备投资.....	26
图表 54: 产品技术创新升级方向.....	27

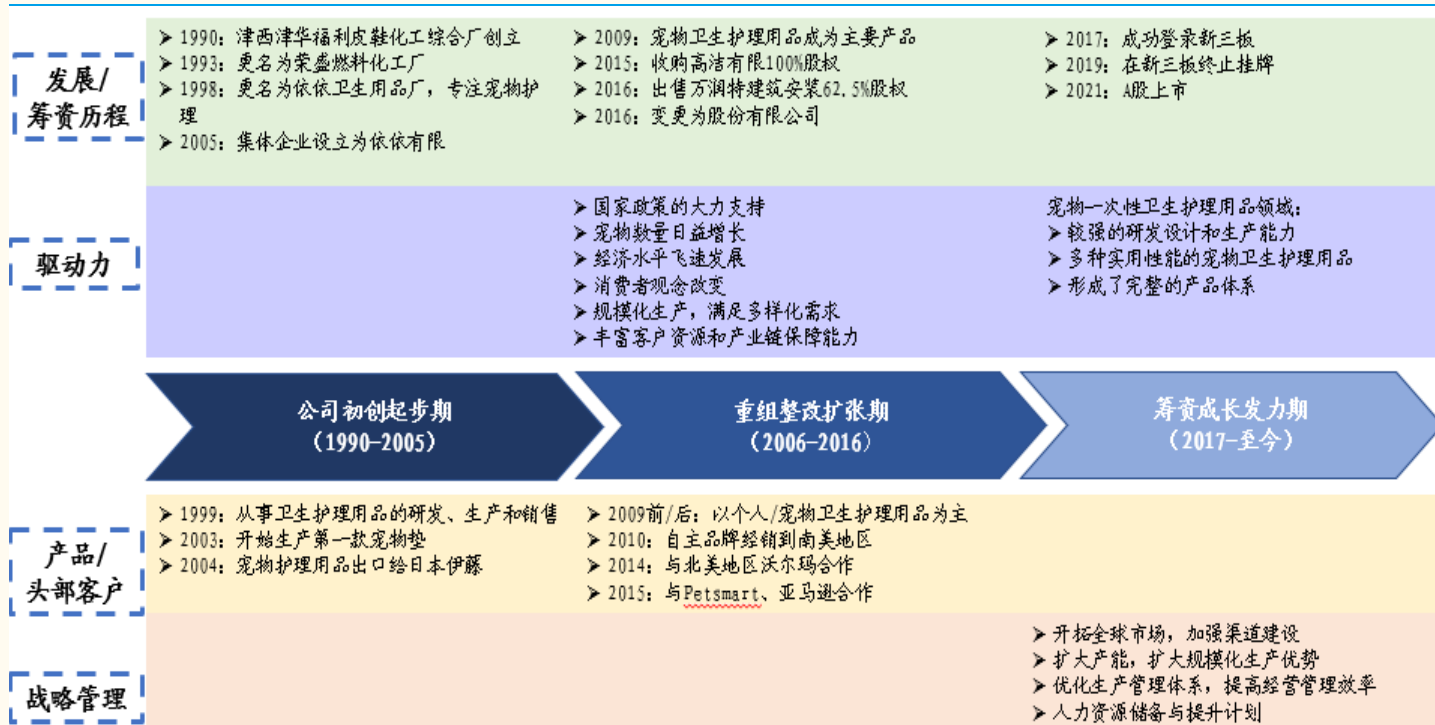
图表 55: 宠物卫生护理产品矩阵完善.....	27
图表 56: 部分产品示例及特征分布.....	27
图表 57: 产品功能、材质升级有望带动价格带的提升.....	28
图表 58: 2018-2020 宠物尿垫和尿裤单价差异.....	28
图表 59: 2014-1H2021 年公司宠物垫/宠物尿裤营收对比 (百万元) .....	29
图表 60: 2014-2020 年公司宠物垫/宠物尿裤毛利率对比.....	29
图表 61: 公司毛利率底部不断抬升.....	29
图表 62: 公司主要业务营收及毛利预测.....	30
图表 63: 可比公司估值.....	31



## 1、卡位宠物优质赛道，深耕卫生用品出口业务

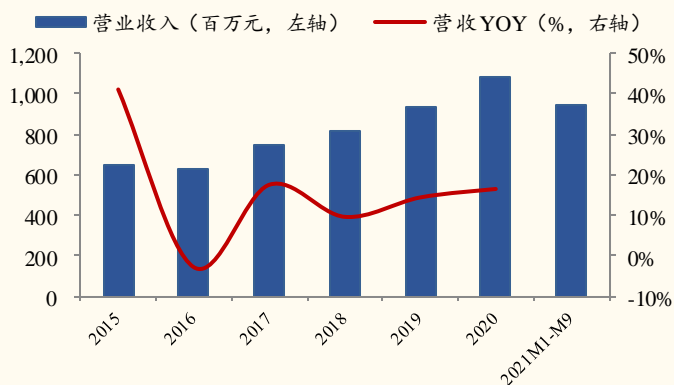
公司于 2005 年成立，从做日本企业代工起家，在宠物卫生用品赛道历经二十余年深耕，当前已成为宠物卫生护理用品生产、销售领军企业。公司拥有 50 余条生产线，2018 年到 2020 年，公司营收规模从 9.03 亿元提升至 12.41 亿元，复合增速达到 17.8%；净利润从 0.35 亿元增长至 1.95 亿元，复合增速 136%。

图表 1：公司发展历程



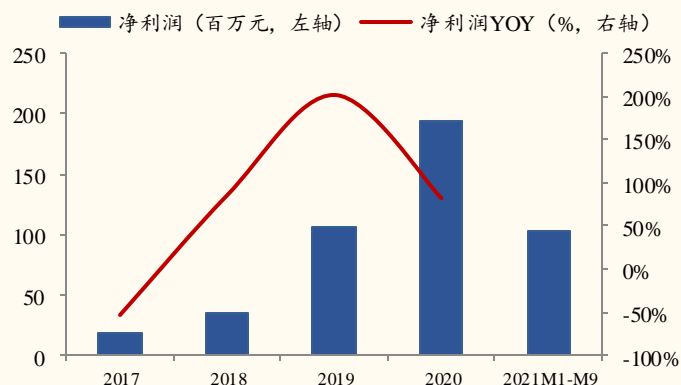
来源：公司官网，公司年报，国金证券研究所

图表 2：2015-2021M1-M9 公司营收及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：2017-2021M1-M9 公司净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

**规模化生产，满足下游多样化需求。**公司主要产品分为三大类，分别是宠物一次性卫生护理用品，无纺布和个人一次性卫生护理用品。根据不同的使用功能，宠物护理用品分为宠物垫，宠物尿裤和宠物清理袋。个人护理用品分为护理垫、卫生巾和纸尿裤。依依子公司高洁生产无纺布，无纺布除了进行销售也供自用生产口罩等卫生用品。

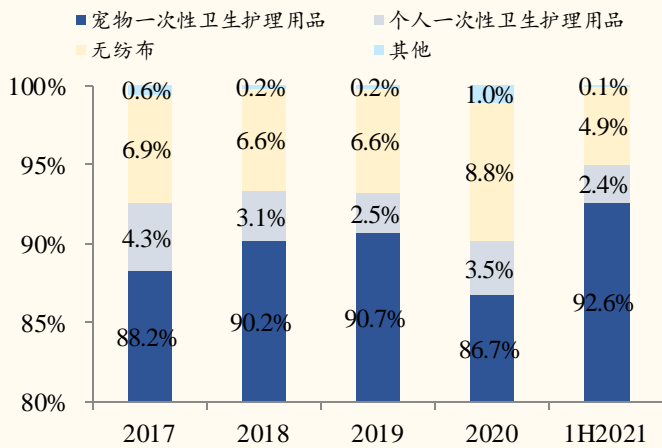
图表 4: 公司三大品类主要产品示例

品类 (2020 年营收占比)	产品 (2020 年营收占比)	2020 年营收 YOY	产品图示	产品简介
宠物一次性卫生护理用品 (87.6%)	宠物垫 (81.1%)	17.2%		根据不同性能, 公司研发了宠物训导型、轻薄型、环保型、消臭型等宠物垫
	宠物尿裤 (4.9%)	6.7%		常用于宠物户外穿戴, 接收宠物排泄物
	清洁袋 (0.6%)	1.9%		用于宠物粪便的收集
无纺布 (8.9%)	无纺布 (8.8%)	60.5%		被用做宠物垫、宠物尿裤、纸尿裤、口罩等的生产原料, 用途广泛, 经济实惠, 质轻环保, 被国际公认为保护地球生态的环保产品
个人一次性卫生护理用品 (3.5%)	护理垫 (2.0%)	75.1%		用于产妇护理、瘫痪病人大小便失禁等, 具有吸水性好、透气等特点
	卫生巾 (0.5%)	-36.4%		用于女性生理期, 具有防漏、透气、抗菌等特点
	口罩 (0.9%)	/		疫情期间需求量大量提升

来源: 公司官网, 国金证券研究所

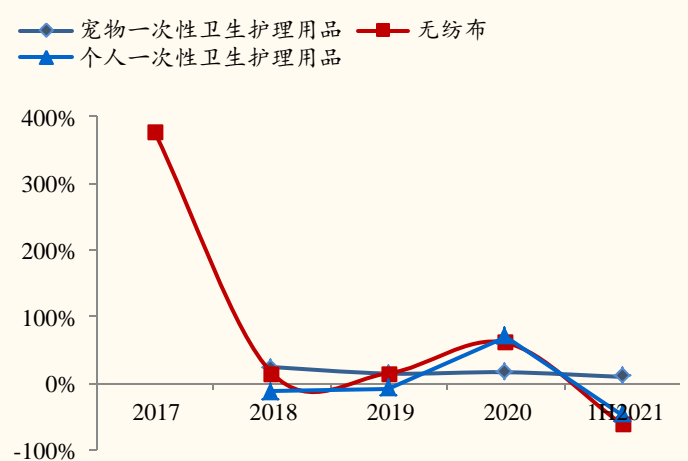
以宠物尿垫为基本盘, 向宠物尿裤、清洁袋等产品外延。从产品分类看, 宠物一次性护理用品、无纺布、个人一次性卫生护理用品是公司的主营业务。其中, 宠物卫生护理用品营收占比超 92%。上游领域逐步拓展无纺布产能降低成本波动, 提升产业链稳定性, 但由于疫情防控稳定、口罩需求回稳, 无纺布价格有所回落, 该业务在 2021 年上半年收入大幅下降。

图表 5: 2017-2021H1 公司各业务营收占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

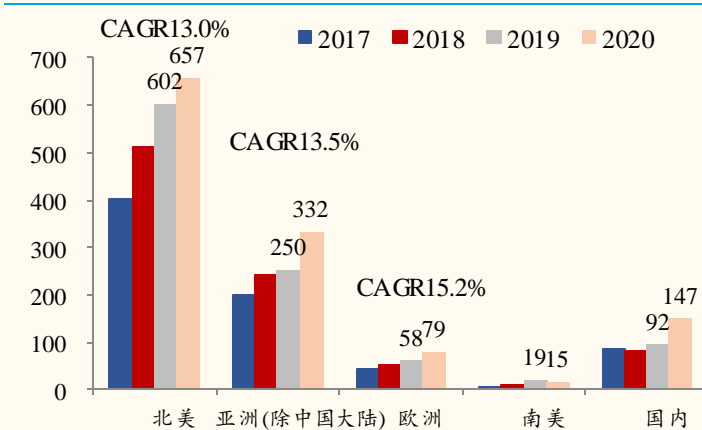
图表 6: 2018-2021H1 公司三大品类营收增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

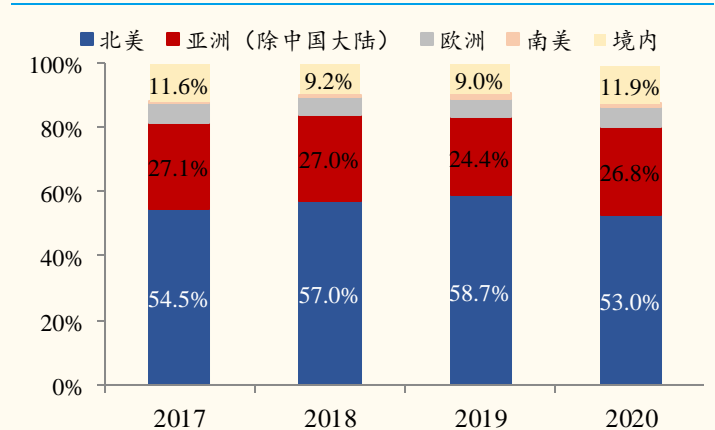
品质及供应链优势突出, 出口地位领先。公司产品主要销往美国、日本和欧洲。境外营收占比 90%左右, 其中 2018-2020 年北美市场营收占比为 56.9%/58.7%/53%。根据海关数据, 2018-2020 年, 公司宠物卫生护理用品出口额占国内海关同类产品出口额的比例在三分之一左右, 出口市占率遥遥领先。

图表 7: 出口业务以北美为主 (单位: 百万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 北美业务营收占比最高



来源: 公司公告, 国金证券研究所

IPO 募资新增产能以尿垫为主, 扩展无纺布应用。公司本次 IPO 募集资金净额 9.75 亿元, 其中用于宠物垫/宠物尿裤项目的金额分别为 3.86/1.14 亿元, 达产后预计分别新增产能 22.50 亿片/2.20 亿片, 提升比例为 85.4%/118.3%。此外, 公司进一步扩大无纺布的产能, 投入 2.54 亿元进行 3.1 万吨/年无纺布产能的建设, 以开发细分领域客户。

图表 9: 公司 IPO 募集资金用途

项目名称	实施主体	项目总投资额 (亿元)	拟使用募集资金 (亿元)
宠物垫项目	河北依依	3.86	3.86
宠物尿裤项目	河北依依	1.14	1.14
卫生护理材料(无纺布)	河北依依	2.54	2.54
补充流动资金	发行人	2.20	2.20
合计		9.75	9.75



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司 IPO 募投项目预计新增产能情况

主要产品	2020 年产能	募投项目预计新增产能	提升比例	建成后预计总产能	预计建设周期	预计达产年份
宠物垫	26.35 亿片	22.50 亿片	85.4%	48.85 亿片	36 个月	未来 3 年
宠物尿裤	1.86 亿片	2.20 亿片	118.3%	4.06 亿片	18 个月	未来 1 年
无纺布	1.68 万吨	3.10 万吨	184.5%	4.78 万吨	24 个月	未来 2 年

来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、宠物卫生用品：海外市场看集中度提升，国内处早期渗透空间大

### 2.1、海外宠物：渠道分布集中，接入全球优质供应链

美国宠物业进入成熟期，整体发展稳健。根据 APPA（美国宠物产品协会）统计，2020 年美国家庭宠物的渗透率为 70%，2015-2020 年间，美国宠物猫狗数量增长率为 1.3%，宠物消费额增长率达 6%，且在 2020 年疫情期间表现出较强的消费韧性。2020 年宠物用品消费额占比 34%，与行业保持同步成长。

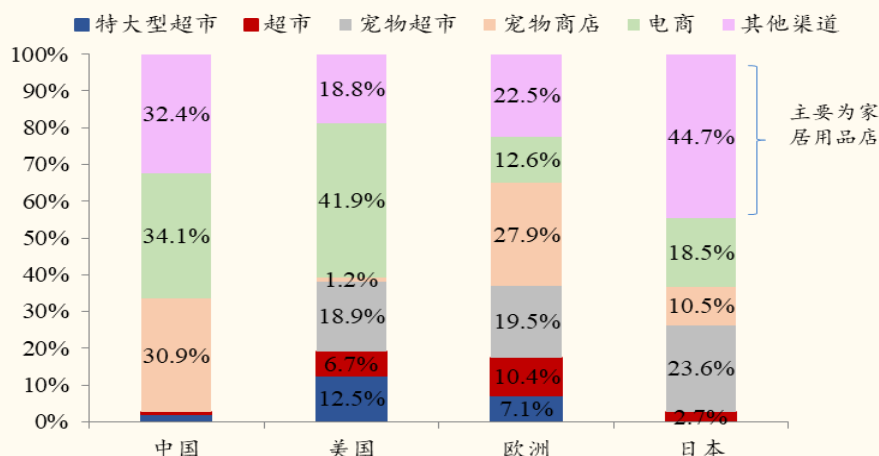
图表 11：美国宠物行业增速保持在 6%-8%

单位：亿美元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	16-20CAGR
<b>全球宠物行业</b>												
行业规模	864	907	951	996	1,045	1,106	1,164	1,234	1,315	1,429	1,536	6.6%
yoy	4.5%	4.9%	4.9%	4.7%	4.9%	5.9%	5.3%	6.0%	6.6%	8.7%	7.5%	
宠物食品	621	653	687	717	753	795	837	888	945	1,026	1,102	6.6%
yoy	4.5%	5.2%	5.1%	4.4%	5.0%	5.6%	5.3%	6.0%	6.5%	8.6%	7.4%	
宠物用品	243	253	264	279	292	311	327	346	370	403	434	6.7%
yoy	4.5%	4.3%	4.4%	5.4%	4.8%	6.6%	5.1%	5.9%	6.8%	9.0%	7.7%	
<b>美国宠物行业</b>												
行业规模	367	385	403	417	435	459	478	503	534	581	624	6.1%
yoy	4.6%	4.7%	4.6%	3.5%	4.4%	5.4%	4.2%	5.3%	6.2%	8.6%	7.5%	
宠物食品	249	261	274	281	292	305	317	334	353	382	411	5.8%
yoy	4.6%	5.0%	4.9%	2.6%	3.9%	4.3%	4.2%	5.2%	5.9%	8.2%	7.4%	
宠物用品	119	124	129	136	143	154	160	169	181	198	214	6.5%
yoy	4.8%	4.2%	4.0%	5.5%	5.4%	7.7%	4.2%	5.6%	6.8%	9.6%	7.7%	
<b>日本宠物行业</b>												
行业规模	54	53	54	55	56	57	58	59	60	62	63	2.1%
yoy	-1.6%	-0.3%	0.5%	2.3%	1.7%	2.1%	1.9%	1.7%	2.1%	2.6%	2.2%	
宠物食品	38	38	39	40	40	41	42	43	43	44	45	1.8%
yoy	-2.0%	-0.3%	0.8%	2.9%	1.7%	2.0%	1.5%	1.5%	2.1%	2.0%	1.5%	
宠物用品	15	15	15	15	15	16	16	16	17	18	18	2.8%
yoy	-0.5%	-0.4%	-0.3%	0.9%	1.5%	2.3%	2.8%	2.2%	2.0%	4.2%	3.8%	

来源：欧睿，国金证券研究所

海外宠物渠道集中度高，电商发展迅速，寻找全球优质供应链。以美国为例，根据欧睿数据，特大超市、专业宠物超市、电商占比合计达 80%，上述渠道集中度较高，例如电商主要集中在 Amazon、Chewy，特大超市主要集中于沃尔玛、Target。在疫情催化下，线上渠道发展迅速，宠物电商平台 Chewy2021H1 营收同比+47%。对于卫生用品类偏高频消费引流的产品，渠道更倾向于在全球寻找优质代工链进行贴牌生产。而中国当前线下渠道以宠物商店为主，整体较为分散。

图表 12: 2020 年各国宠物用品渠道分布结构



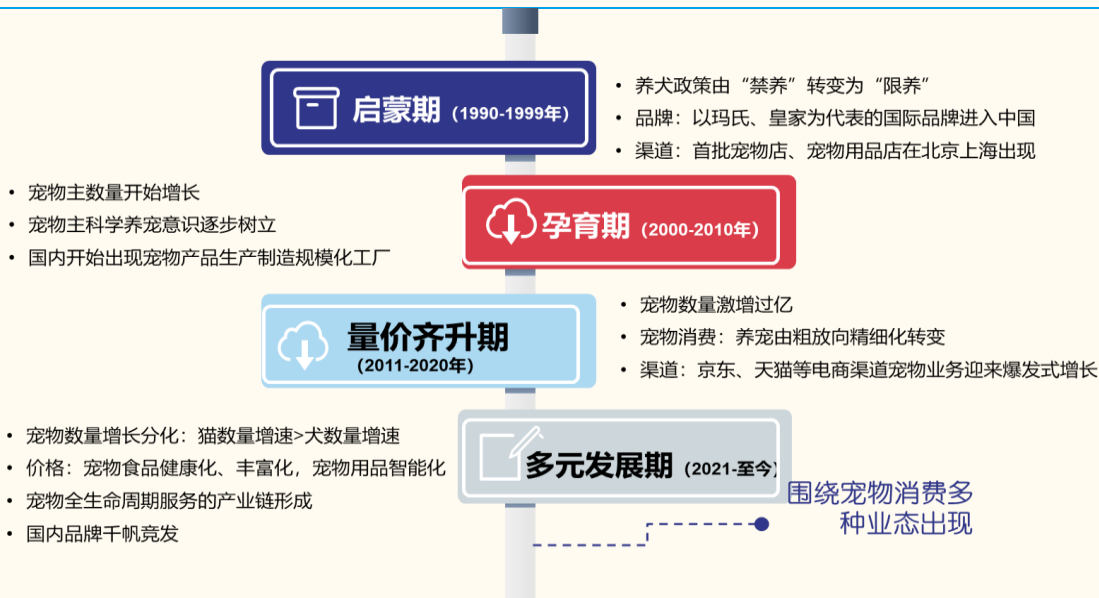
来源：欧睿，国金证券研究所

## 2.2、国内宠物：市场开拓早期，环保意识驱动尿垫渗透率提升

### 2.2.1、国内宠物消费蓬勃发展

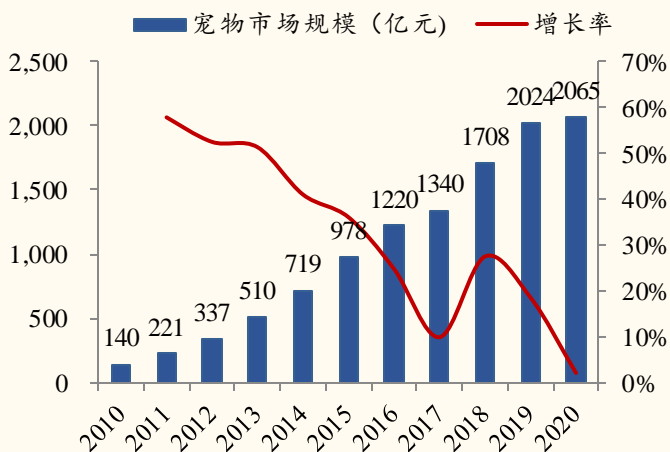
中国宠物行业始于养宠意识转换，兴于多层次供给满足需求，盛于单品类升级 & 多品类丰富化。伴随中国对于宠物饲养法规从限制到适度放开规范管理，以及社会结构和人口结构的演变、人们科学养宠意识的提升，中国宠物行业自 2011 年起迎来黄金发展期，在根据《中国宠物行业白皮书》数据，2015-2020 年，宠物行业消费规模从 978 亿元提升至 2065 亿元，复合增速达 16.1%。

图表 13: 中国宠物行业发展历程



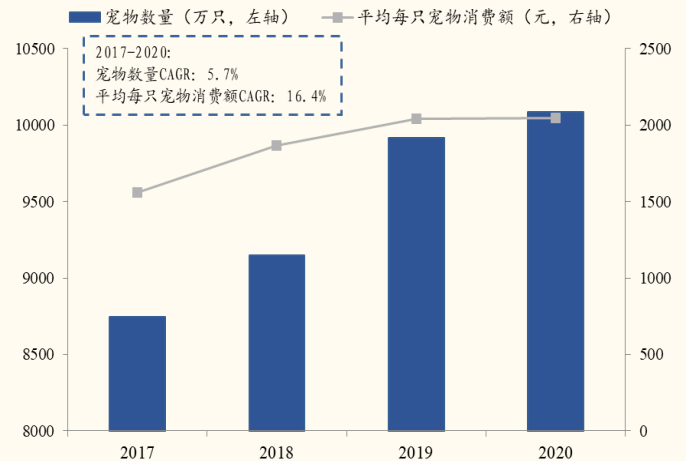
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表 14: 中国宠物市场规模及增速



来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

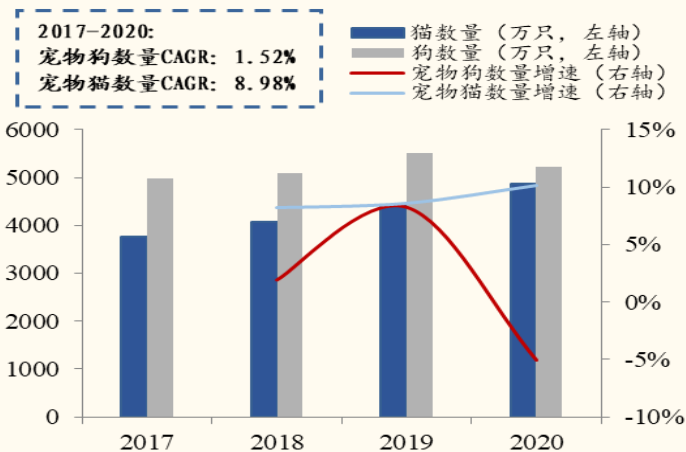
图表 15: 2017-2020 年中国宠物市场量价拆分



来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

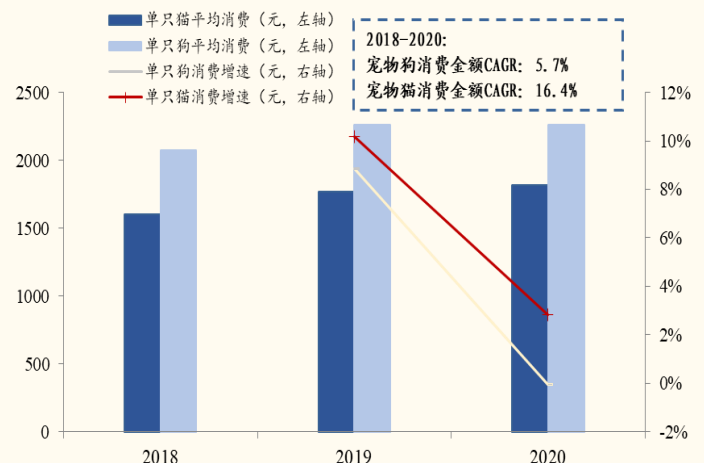
当前中国宠物行业发展主要呈现如下特征: 1) 量: 猫犬增速现分化, 养猫数量增速高于狗, 2017-2020 年, 宠物猫数量的复合增速为 9%, 消费规模增速为 16.4%; 而宠物狗的数量增速仅为 1.5%, 消费金额增速为 5.7%, “猫经济” 拓展空间更大; 2) 价: 宠物消费的驱动从单纯食品领域的“卡路里转化率”提升到食品等单品类的消费升级、以及品类丰富带来的多元化发展。

图表 16: 宠物猫数量增速快于宠物狗



来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

图表 17: 单只宠物猫消费增速高于宠物狗

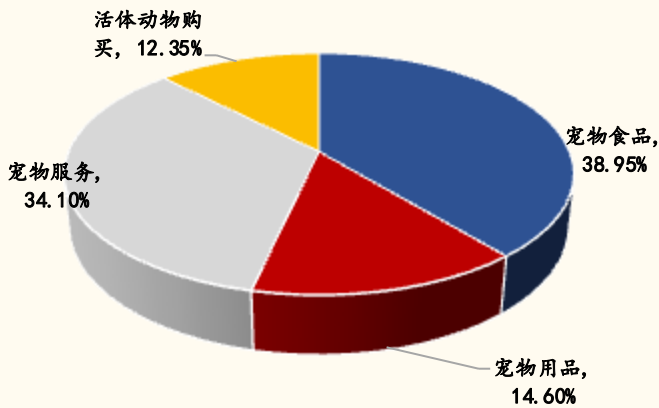


来源:《中国宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

### 2.2.2、宠物用品处于快速渗透期

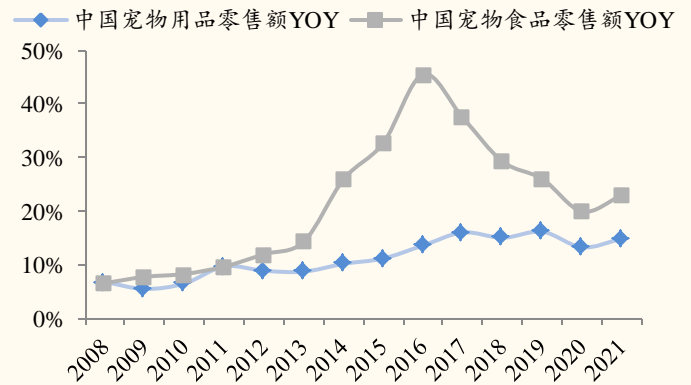
**宠物用品处于稳健增长的态势:** 根据沙利文数据, 宠物食品/宠物服务/宠物用品/活体宠物购买的占比为 38.95%/34.1%/14.6%/12.35%。在中国市场中, 宠物用品的零售额增速处于不断攀升的阶段, 2021 年中国宠物用品零售额同比 +14.82%, 受行业所处生命周期的影响, 虽整体增速低于宠物食品, 但仍处于快速渗透阶段。

图表 18: 中国宠物市场格局



来源: 沙利文, 国金证券研究所

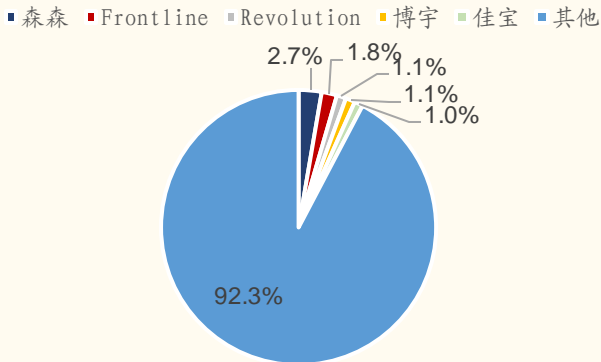
图表 19: 中国宠物用品与宠物食品零售额同比增速



来源: 欧睿, 国金证券研究所

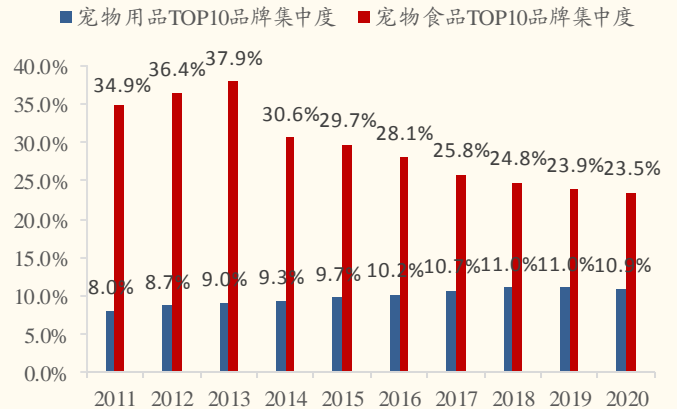
商品长尾化分布, 发展初期格局较为分散。2018-2020 年宠物用品行业 CR10 分别为 11.0%/11.0%/10.9%, 低于平均在 20%以上的宠物食品 TOP10 品牌集中度。主要原因为: 宠物用品包含的 SKU 众多且偏长尾化。中国宠物用品行业起步较晚, 目前仍处在快速成长期, 且用品行业大多进入门槛低, 众多中小品牌参与竞争, 无论渠道格局还是品牌格局还未成型。

图表 20: 2020 年中国宠物用品市场品牌格局



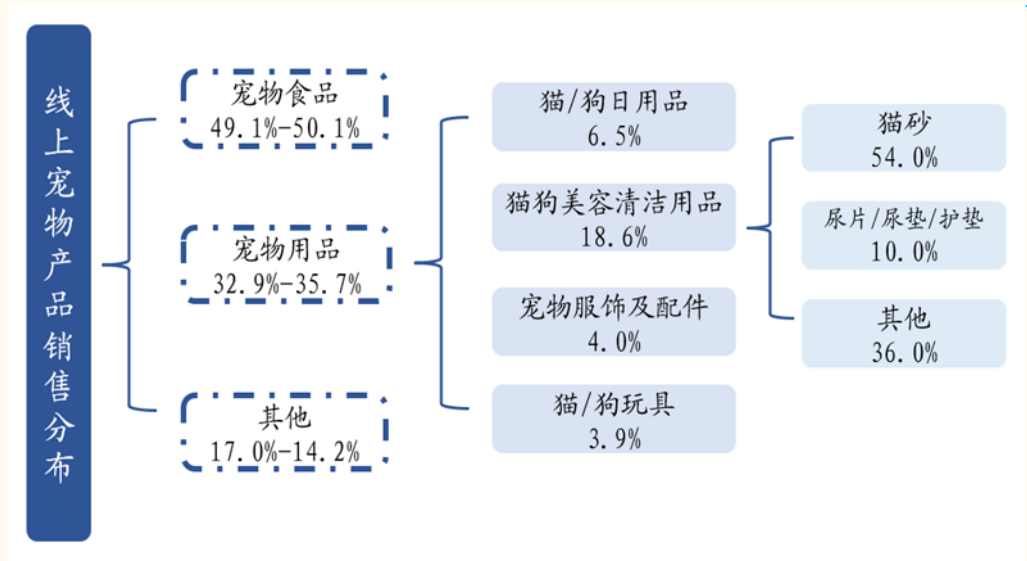
来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 21: 中国宠物用品相较食品行业集中度更分散



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 22: 国内线上宠物产品消费结构



来源: 国金证券研究所整理

### 2.2.3、宠物卫生用品: 卫生&环保&文明意识驱动渗透率提升

**环保意识增强, 利好卫生用品的渗透。** 随着社会文明程度的提升, 人们重视卫生与环境问题的意识逐渐增强。《2020 宠物行业白皮书》调查显示, 有 42.2% 的人群认为公共区域随地大小便是最不能接受的不文明养宠行为, 且此选项位列第一。宠物尿垫和尿裤作为该问题重要解决途径之一, 渗透率有望逐步提升。

图表 23: 2020 年随地大小便是人们最不能接受的不文明养宠行为



来源: 《2020 宠物行业白皮书》, 国金证券研究所

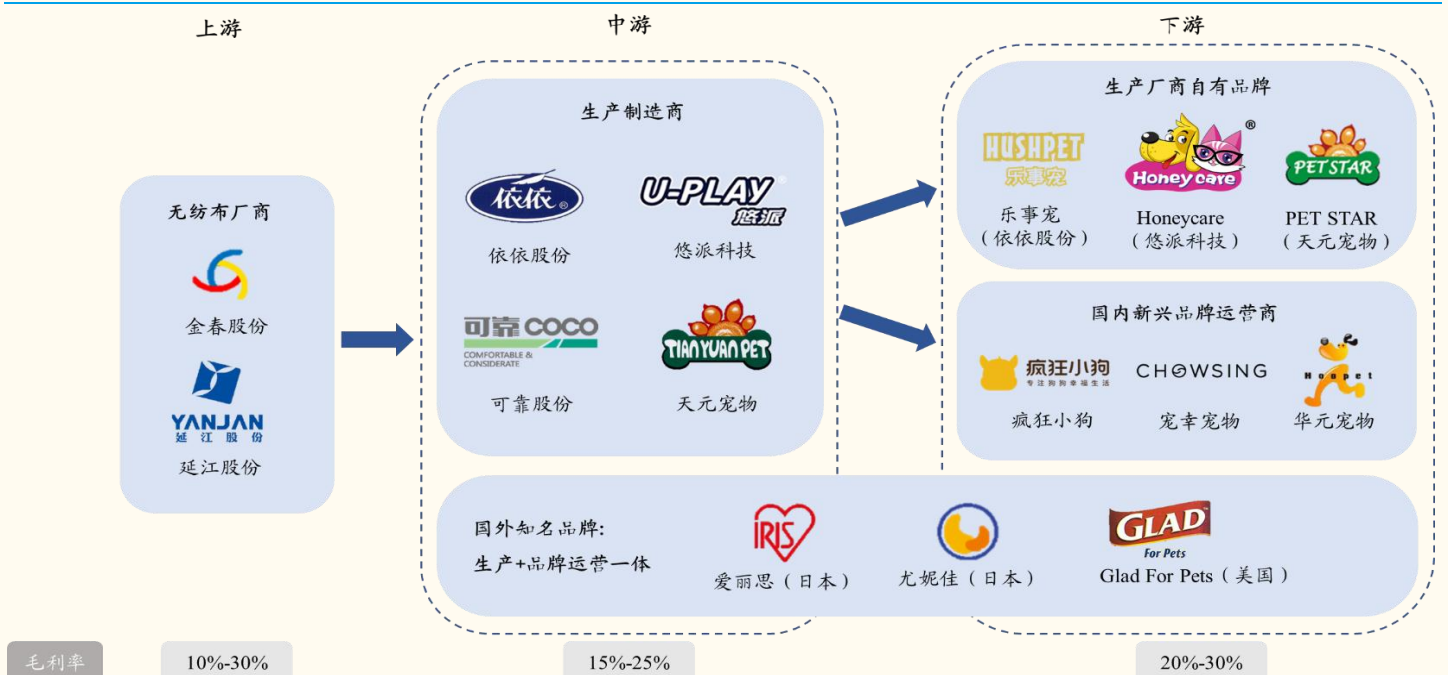
## 2.3、产业链已成熟, 供应链生产龙头探索国内业务成长



### 2.3.1、行业供应链成熟：出口业务奠定良好发展基础

成熟出口产业链奠定优质制造基础，专业化分工格局已形成。①欧美日宠物行业已进入成熟期，宠物用品渗透率高，过去国内的生产制造商通过代工出口已形成了规模化的优质制造产业链，因此在当前国内宠物行业成长爆发的环境下，产业链可以快速转移至国内。②伴随电商等渠道的兴起，华元宠物、疯狂小狗等全品类新锐宠物品牌崛起，横向丰富产品矩阵，其更倾向于寻找供应链已发展较为成熟的宠物用品生产商。

图表 24：中国宠物一次性卫生护理用品行业产业链图解



来源：公司公告，国金证券研究所整理

图表 25：国内宠物用品上市公司大多以出口为主营业务

公司名称	主营业务范围	出口业务占比 (2020)
天元宠物	①宠物玩具：窝垫，猫爬架，宠物玩具，宠物服饰，电子智能宠物用品等 ②宠物食品：外采销售	73.7%
源飞宠物	①宠物用品：宠物牵引用具、宠物注塑玩具等宠物用品 ②宠物零食：狗咬胶等	95.2%
佩蒂股份	宠物食品：畜皮咬胶和植物咬胶等宠物咀嚼食品、宠物营养肉质零食、宠物营养保健品、鸟食及可食用小动物玩具、宠物饼干等。	85.1%
中宠股份	宠物食品：宠物干粮、宠物湿粮、宠物零食	73.5%
可靠股份	主营婴儿尿裤，兼营宠物卫生用品：尿垫、尿裤等	49.3%
公司	①宠物一次性卫生护理用品：宠物垫、宠物尿裤、清洁袋 ②无纺布 ③个人一次性卫生护理用品：护理垫、卫生巾、口罩	87.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 2.3.2、宠物用品细分赛道龙头已现，凭先发优势率先掘金宠物赛道

基于品类属性、为下游品牌赋能的路径、以及龙头的抗风险能力，我们看好以宠物卫生用品为代表的宠物用品优质龙头企业，享受中国宠物市场快速成长的红利。

**宠物卫生用品格局：大象企业+“蚂蚁”长尾并存，竞争有限，格局向好。**业内企业可分为具有规模的生产制造商和小型作坊类生产厂商两种类型。其中规模化专业生产卫生用品的企业有依依、悠派和中恒宠物，这些企业多以出口业务为主。其余多是小型生产企业，背后的原因是代工行业进入门槛较低，小型企业较多，相比之下大型生产制造商规模、成本和生产力优势更为凸显。

图表 26：中国宠物一次性卫生护理用品行业竞争格局

分类	特点	举例	成立时间
具有规模的生产制造商	具有较好研发、设计、生产能力，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	公司	2005
		芜湖悠派护理用品科技股份有限公司	2006
		江苏中恒宠物用品股份有限公司	2009
小型作坊类生产厂商	规模较小，数量较多	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所整理

**重功能&强性价比属性，前期控成本，后期引领产品创新是企业胜出关键。**从品类属性角度来看，相较宠物食品，宠物卫生用品功能、性价比属性相较品牌溢价更为突出，对于优质的制造型企业来说，有望凭借在产品端多年的经验积累与稳定的供应链能力，通过高周转提高自身运营效率，有效满足下游客户产品品质、稳定性、快速响应能力方面的需求，提升市场粘性。

图表 27：中国宠物用品行业主要生产制造商情况

公司名称	主营品类	营收规模 (亿元)	主要客户	自有品牌	生产线数量	生产基地	公司成立时间
杭州可靠	成人失禁用品 宠物卫生用品	11.57	Dodie (杜迪)、 JS UNITRADE、 百诺恩、亲蓓、 子初等	coco 可靠、吸 收宝、Ann 安 护士、康普 适、Quties 酷 特适	22	浙江杭州	2001
杭州珍琦	成人健康护理 用品、母婴护 理用品、妇女 卫生用品、宠 物护理用品	-	维达、little angels	自由生活、珍 琦、贴静、 lady Cotton、 elibell 婴丽 宝、	-	浙江杭州	1999
悠派科技	成人失禁护理 用品、宠物清 洁用品	5.44 (2019)	HARTZ MOUNTAIN、 Unicharm Corporation、 Amazon	Unifree、 Honeycare、 Cocoyo、U- PLAY	20+	安徽芜湖	2006
天元宠物	宠物用品、工 艺品	14.5	TRT SHOP (澳 大利亚)、BIS AB (瑞典)、沃 尔玛 (美国)、 KM AU (澳大利 亚)、FP GMBH (德国)	PET STAR	-	浙江杭州	2003

来源：公司公告，国金证券研究所整理

图表 28: 国内知名生产商代工品类 2017-1H2021 年毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

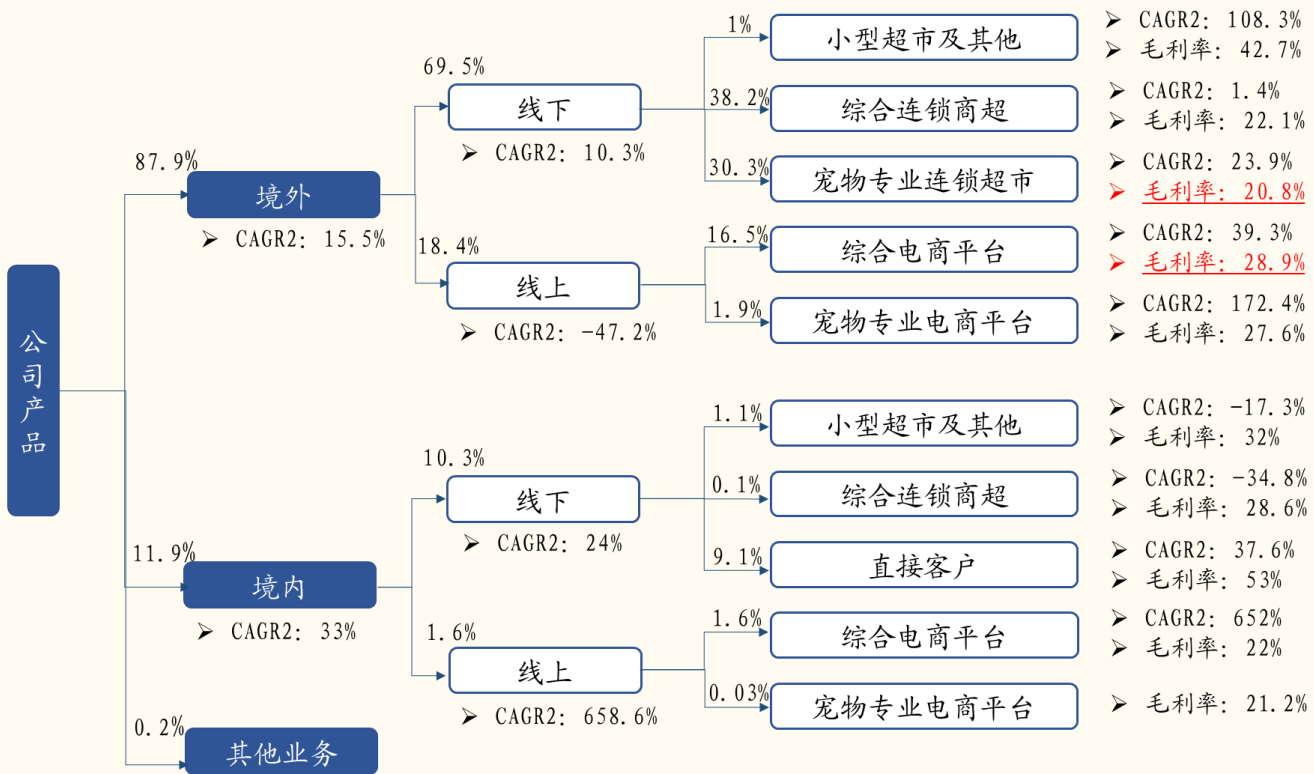
**风险抵抗力: 龙头企业强于中小企业。**代工厂商与品牌商相比拥有低毛利率、低原材料价格波动风险的特征。通过成本拆分,我们发现直接材料成本占宠物护理用品生产成本的绝大部分。而基于生产规模优势和信息优势,代工行业龙头厂商在上游拥有更强的议价能力和抗风险能力,受原材料价格波动影响较小。

### 3、出口业务为主,国内业务积极探索开拓中

公司当前业务结构以出口为主,2021H1 境外营收占比达 92.5%,2018-2020 年复合增速为 15.4%。境外销售模式以 ODM/OEM 为主,线下渠道客户仍占境外业务主体,2020 年占比海外营收比例 79.1%,过去两年复合增速达 10.2%;线上渠道客户主要受益于亚马逊、Chewy 的快速成长,过去两年复合增速为 44.8%。

境内业务仍以无纺布销售为主,尿垫等卫生用品占比不断提升。2018-2020 年境内无纺布占比分别为 6.6%、6.7%、8.9%。尿垫等卫生用品处于发展初期,当前占比较小。

图表 29: 2020 年公司销售渠道划分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 30: 2018-2020 年公司主营业务分模式营收情况 (百万元)

项目	2018 年度		2019 年度		2020 年度			
	金额	占比	金额	占比	金额	占比		
境外	ODM/OEM	813.53	90.2%	928.74	90.6%	1075.52	86.9%	
	自主品牌	5.07	0.6%	4.79	0.5%	15.55	1.3%	
境内	ODM/OEM	0.68	0.1%	4.66	0.5%	19.16	1.6%	
	自主品牌	直销-无纺布	59.34	6.6%	68.3	6.7%	109.65	8.9%
		直销-卫生护理用品	4.37	0.5%	4.27	0.4%	6.28	0.5%
		经销	18.93	2.1%	14.95	1.5%	12.29	1.0%
合计	901.91	100.0%	1025.72	100.0%	1238.44	100.0%		

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.1、头部客户背书, 彰显代工地位

2017-1H2021 年, 公司以宠物垫、宠物尿裤为主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保持在 1/3, 且近年来呈现份额提升的态势。

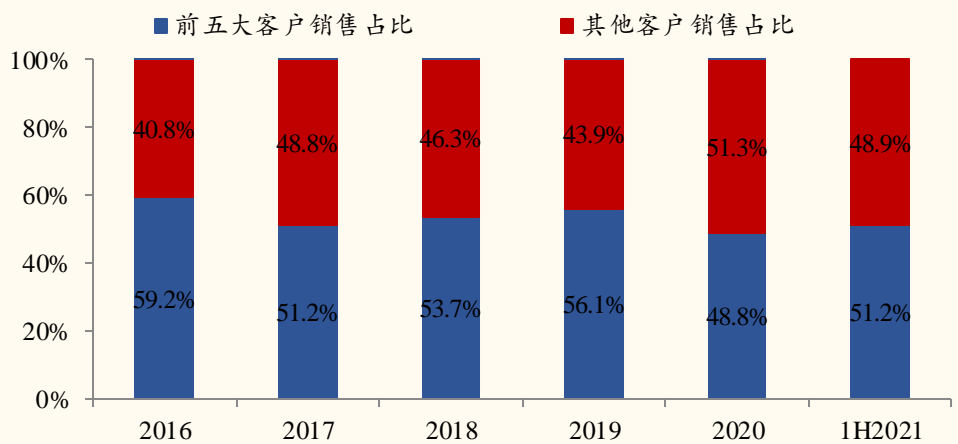
图表 31: 公司出口额占海关同类产品出口额比重 (亿元)

项目	2017	2018	2019	2020	1H2021
公司出口金额	6.54	8.19	9.34	10.91	5.30
中国出口金额	20.44	24.64	28.22	30.03	15.37
占比	32.0%	33.2%	33.1%	36.3%	34.5%

来源: 中国海关, 公司公告, 国金证券研究所

绑定沃尔玛、亚马逊等海外优质大客户。公司凭借其对于宠物卫生用品市场需求的敏锐观察、较强的综合生产管理能力和成为 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL 等大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台 Chewy 的供应商。2018-1H2021, 前五大客户营收占比在 50% 左右, 每年前五大客户的营收增速贡献为 15.7%/10.1%/2.8%。

图表 32: 2016-1H2021 年前五大客户营收占比约为 50%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 33: 公司主要客户或品牌介绍

客户或品牌	客户或品牌介绍	主要合作产品示例
	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 年在被收购后退市。	
	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。	



	<p>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。</p>	
	<p>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>	
	<p>ITO AND CO., LTD. (日本伊藤), 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), 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), 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, 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>PETS AT HOME LTD (宠物在家), 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>	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

除优质、稳定的产品品质保证外, 公司能够进入海外客户名单的竞争力还体现在:

**1) 规模化产能充足, 保证供应链安全稳定。**规模化的产能保证和极端情况下可以稳定供货的抗风险能力是大型客户选择上游供应商的关键。2018-2020 年公司产能逐渐扩张, 宠物垫、宠物尿裤的产能分别由 20.69/1.80 亿片增至 26.35/1.86 亿片, 无纺布产能维稳 1.68 万吨/年。

图表 34: 2018-2020 年主要产品的产能、产量情况

产品	项目	2018	2019	2020
宠物垫 (亿片)	产能(亿片)	20.69	22.25	26.35
	产量(亿片)	21.50	21.68	26.11
	产能利用率	103.9%	97.4%	99.1%
宠物尿裤 (亿片)	产能(亿片)	1.80	1.86	1.86
	产量(亿片)	0.61	0.80	0.79
	产能利用率	34.1%	43.0%	42.4%
无纺布 (万吨)	产能(万吨)	1.68	1.68	1.68
	产能(万吨)	1.40	1.48	1.71
	产能利用率	83.1%	88.2%	101.8%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2) 低成本&高周转保障成本优势。从 ROE 方面来看, 2018-1H2021 年公司 ROE 分别为 13.8%/ 31.2% /31.6%/ 4.9%, 处于行业均值水平。由于大客户占比较高, 公司为提高自身竞争力采取了较长的信用期政策, 应收账款周转率较低, 依靠相对较高的存货周转率和固定资产周转率提升整体周转效率。

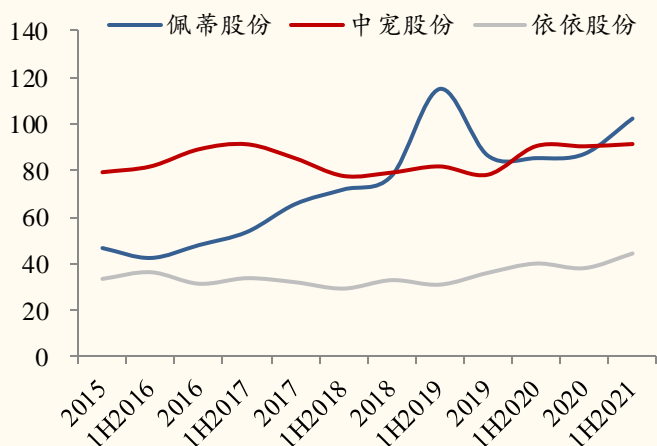
图表 35: 可比公司主要客户及对信用期政策

公司简称	主营业务	主要客户	信用期政策
公司	宠物垫、宠物尿裤等一次性卫生护理用品及无纺布的研发、生产和销售	境外	WAL-MART STORES, INC. ETD60-75 天
			PETSMART HOME OFFICE, INC. ETD60 天
			CHEWY, INC. ETD90 天
			AMAZON.COM SERVICES, INC. ETD90 天
		境内	天津市实验伟业有限公司 30 天
			大连善德来生活用品有限公司 30 天
豪悦护理	婴儿纸尿裤、成人纸尿裤、经期裤、卫生巾、湿巾等妇、幼、成人卫生护理用品的研发、制造与销售	国际品牌	广州宝洁有限公司及其关联方 客户收到发票后 120 日付款
			尤妮佳生活用品(中国)有限公司 见增值税发票开票日期的 45 天内付款
		新兴品牌	凯儿得乐(深圳)科技发展有限公司及其关联方 客户自收到对账单及发票之日起 6 个工作日内付款
			蜜芽宝贝(天津)信息技术有限公司 自发货后 15 日以内
源飞宠物	宠物注塑玩具、狗咬胶等宠物用品和宠物零食的研发、生产和销售	PetSmart	
		Walmart	60-90 天
		Petco	
天元宠物	宠物窝垫, 猫爬架, 宠物玩具等宠物用品以及宠物食品的设计开发、生产和销售	部分大客户	90-120 天
		多数客户	30-60 天
		新客户及部分中小客户	前 T/T (下单后支付 0-30% 预付款, 剩余款项在见单后立即支付) 或信用证结算方式

来源: 公司公告, 国金证券研究所

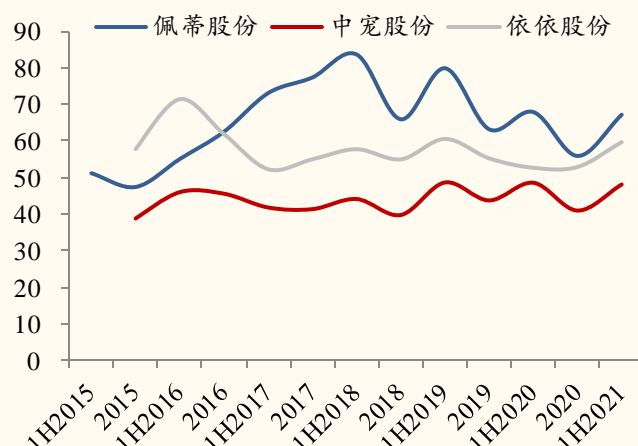
公司主要实行“以销定产”的生产模式, 在上游建立了较为稳定的采购渠道, 根据订单组织原材料采购与产品生产, 并合理设定安全库存, 故存货周转率较同业公司更具有优势。

图表 36: 可比公司存货周转天数的对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 可比公司应收账款周转天数的对比



来源: Wind, 国金证券研究所

### 定制化产线+高产能利用率, 高设备周转率保证生产效率优势。

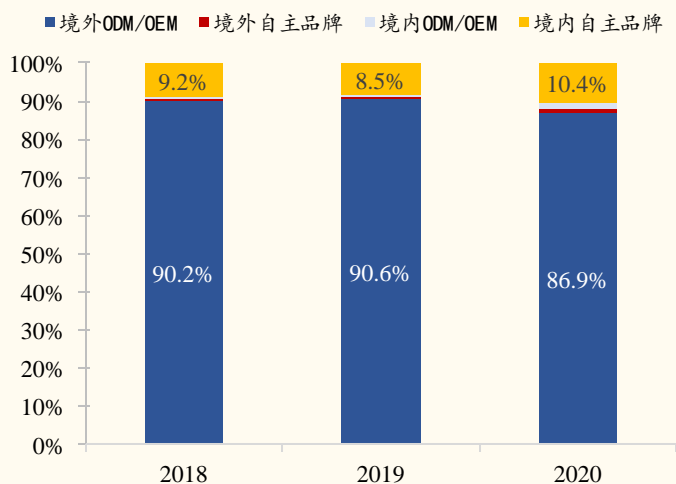
①生产设备低成本购置优势。公司设备由自己的团队研发定制并交付下游设备厂商生产, 使得设备计价成本更低。根据公告, 公司生产线平均低于 300 万元/条。此外, 公司核心高管中杨丙发、高斌先生具有丰富的设备维护与研发经验, 进一步巩固在生产制造方面的护城河。

②产能利用率更高。在生产过程中, 技术人员不断调试改进设备、优化设备布局, 生产效率和产能利用率不断提高。2018-2020 年, 宠物垫产能利用率分别达 103.9%/97.4%/99.1%。

### 3.2、大客户稳健成长, 开拓客户贡献增量

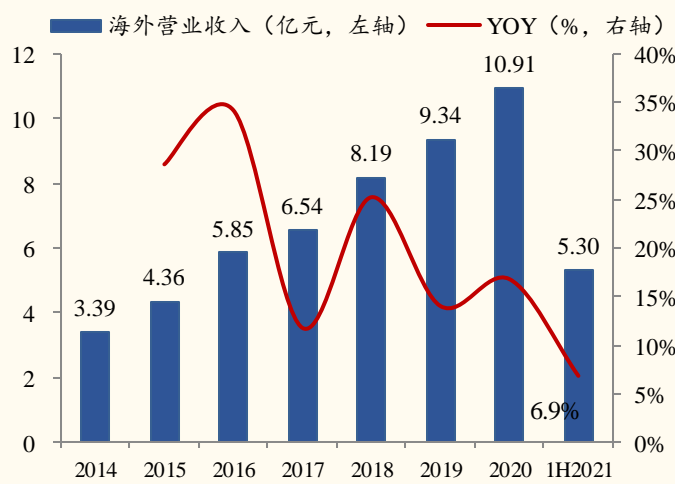
海外营收占比超 85%, 且后续高景气度可期。公司产品销售区域遍布美国、日本、泰国、英国、意大利、加拿大等几十个国家和地区。2015-2020 年, 海外营收规模由 4.36 亿元增长至 10.91 亿元, CAGR5 达 20.1%, 近三年来海外占比超过 85%, 预计未来仍将保持良好的增长势头。

图表 38: 2018-2020 年公司海外代工营收占比最大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 2014-1H2021 公司海外营收规模及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

客户结构: 线下大型零售商稳健成长, 优质高毛利的电商客户增长快速。公司海外销售渠道以综合连锁商店、宠物专业连锁超市及连锁店和综合电商平台为

主，其中综合连锁商超渠道主要客户包括 Wal-mart、JAPPELL、ITO、Walgreens、AEON 等，宠物连锁超市及连锁店渠道主要客户包括 PetSmart、Pets at home、Yiampanich 等，综合电商平台主要包括 Amazon 等。

图表 40：2016-2020 公司前五大销售客户销售额占比

排名	2016		2017		2018		2019		2020	
	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)	客户名称	销售额 (万元)
1	YAMAZEN	8,838	沃尔玛	10,511	PetSmart & Chewy	13,970	PetSmart & Chewy	21,848	PetSmart & Chewy	19,556
2	沃尔玛	8,691	PetSmart	8,722	沃尔玛	13,732	亚马逊	10,476	沃尔玛	12,709
3	PetSmart	7,853	JAPPELL	6,931	JAPPELL	8,931	沃尔玛	9,875	亚马逊	11,818
4	ITO	6,327	ITO	5,595	亚马逊	6,083	JAPPELL	9,041	JAPPELL	9,779
5	JAPPELL	5,756	L3 Sales	4,933	ITO	5,690	ITO	6,269	ITO	6,504
销售额合计 (亿元)	3.75		3.67		4.84		5.75		6.04	
销售额占比合计	59.3%		49.4%		53.7%		56.1%		48.8%	

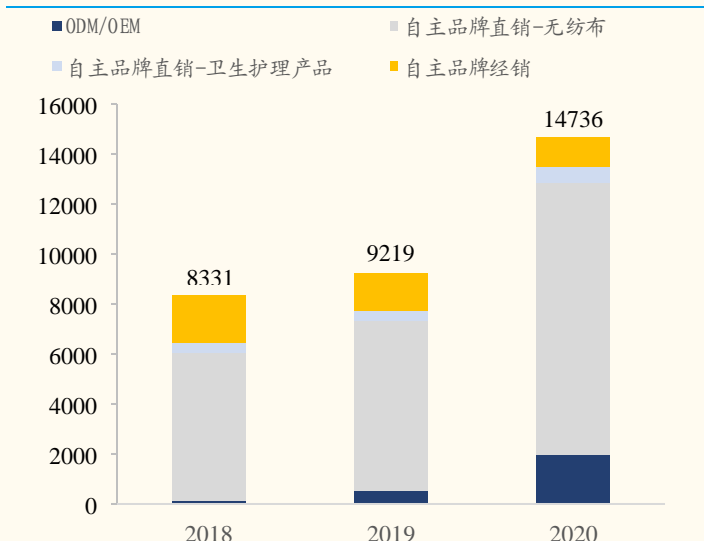
来源：公司公告，国金证券研究所

海外客户仍有开拓空间，聚焦市场份额提升。近年来，公司成立国际贸易部，并积极通过参加国际展会等形式不断开拓新客户，2018-2020 年，公司前十大客户营收分别为 6.4/7.2/7.8 亿元，营收占比 71.5%/69.8%/63.0%，我们预计伴随新客户的不开拓，客户集中度有望进一步下降。

### 3.3、国内市场开拓成长新空间：ODM/OEM+自有品牌双轮驱动

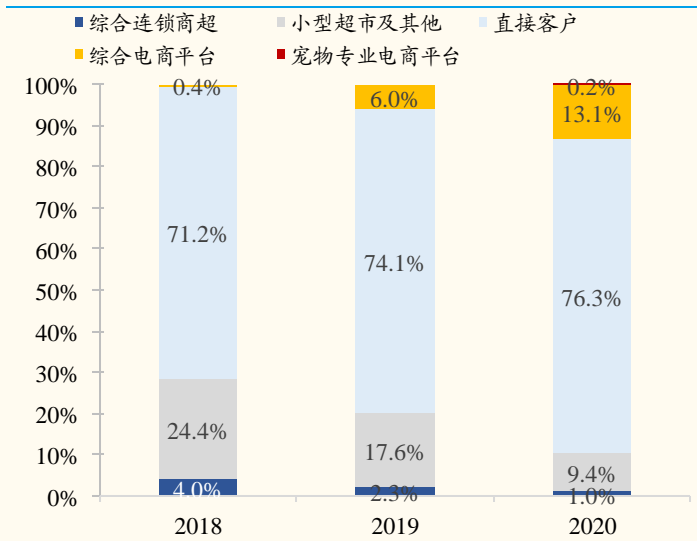
规模生产与研发优势双重加持加工制造服务。公司作为国内较早进行宠物护理用品规模化生产的企业之一，凭借多年对宠物用品市场的敏锐洞察力与反应能力，产品矩阵已经发展较为成熟。目前公司已通过 ODM/OEM 的方式与华元宠物、宠幸宠物、疯狂小狗等品牌运营商形成合作关系，未来有望进一步开拓国内市场。

图表 41：2018-2020 年公司境内销售规模 (万元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 42：2018-2020 年公司境内销售渠道占比



来源：公司公告，国金证券研究所

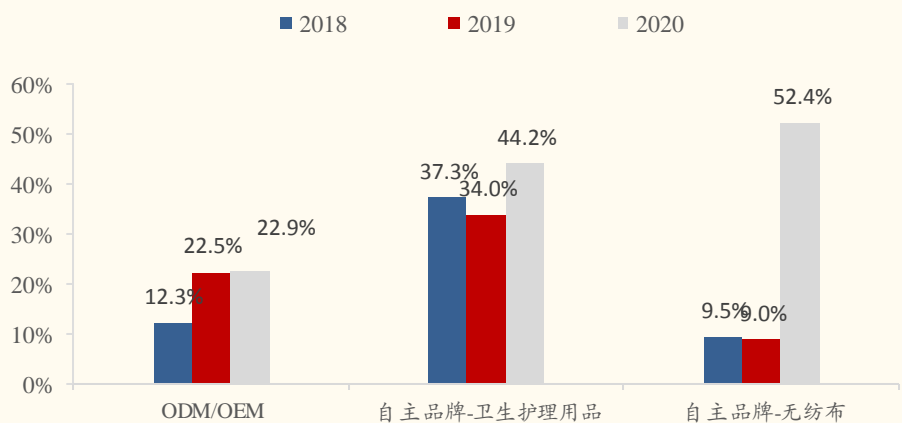
图表 43: 公司国内主要合作品牌运营商情况介绍

疯狂小狗	宠幸宠物	华元宠物
		
<b>成立日期</b>		
2017-10-31	2004-08-30	2007-09-28
<b>经营范围</b>		
宠物食品、宠物保健品、宠物日常用品的生产销售及在线服务	集宠物食品、用品的研发、设计、采购、生产、物流、销售为一体的高科技品牌公司	主营高档狗窝、猫窝、狗沙发、猫沙发等宠物窝具类产品，兼营多种宠物食品、宠物玩具、宠物沐浴用品等宠物用品
<b>所获融资</b>		
2018-04-28 A 轮 1 亿人民币 2019-05-28 B 轮 3 亿人民币 2020-07-14 战略投资 4000 万人民币	2018-02-06 A 轮 1 亿人民币 2018-07-30 A+ 轮 8000 万人民币 2020-12-04 B 轮 2 亿人民币 2021-05-25 B+ 轮 近 4 亿人民币	-
<b>销售渠道</b>		
电商为主	电商为主	电商为主

来源: IT 桔子, 国金证券研究所

乐事宠、一坪花房等国内自有品牌成长值得期待。国内自主品牌以无纺布为主, 18/19/20 年营收占比国内总营收 71.2%/74.1%/74.4%, 当前国内卫生用品自主品牌占比仍较低。不过, 公司已建立“乐事宠 (HUSHPET)”、“一坪花房”等自有品牌, 通过经销商、天猫、京东、微店、抖音、拼多多等平台进行销售。2018-2020 年卫生护理用品的自有品牌毛利率分别为 37.3%/34.0%/44.2%, 显著高于 ODM/OEM 业务。考虑到国内宠物行业仍处于成长期, 卫生用品的品牌格局尚未完全定形, 因此公司后续通过线上、线下的布局进行企业份额的获取仍有较大看点。

图表 44: 2018-2020 年公司卫生护理自主品牌毛利率高于 ODM/OEM



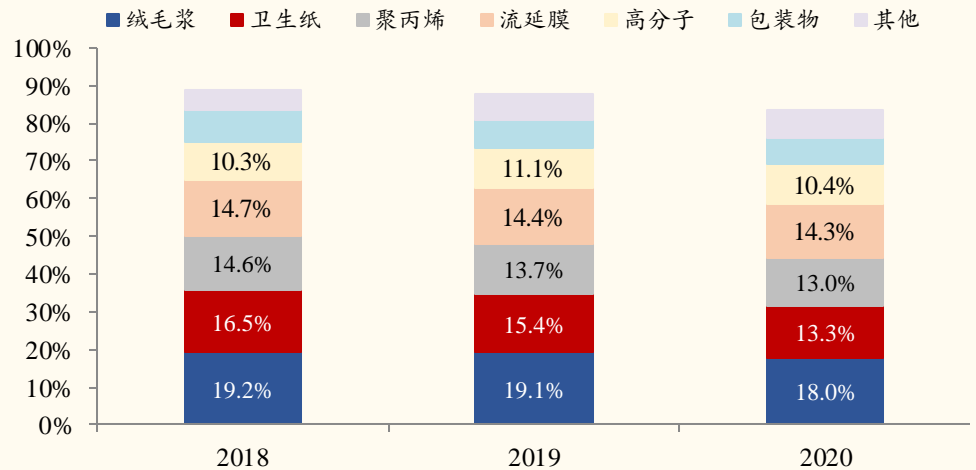
来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4、控成本: 精修内功, 自备无纺布&自动化突破成本下限



相较于同业中小企业，公司抗风险优势突出。相比于下游品牌商，代工厂具有低毛利率、成本敏感性高的特点，龙头公司相对更能承受原材料价格的波动。公司原材料构成按照木浆类（包括绒毛浆、卫生纸）、石油衍生物（聚丙烯、流延膜等）进行分类，2020年两类原材料占主营业务成本比例分别达到36%/40%。

图表 45：主要原材料占主营业务成本比例



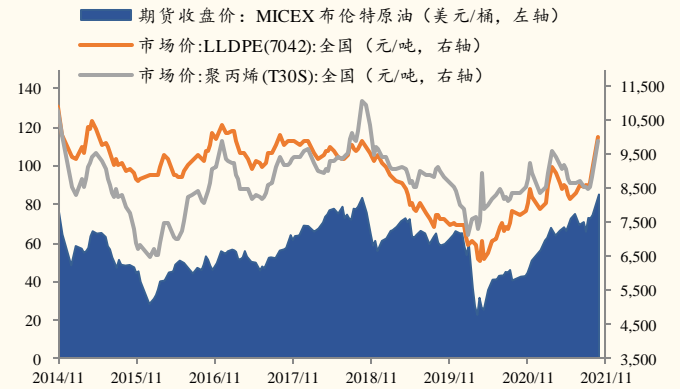
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 46：上海针叶浆期货价格呈下降趋势



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表 47：主要原材料价格位于周期高点

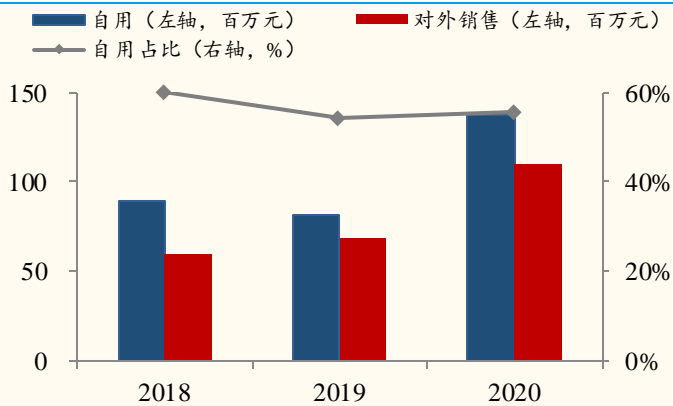


来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.1、产业链延伸：自建无纺布产能，降低成本端波动

公司通过子公司高洁有限生产上游原材料无纺布，进一步拉低原材料成本。此外，公司无纺布在满足主营业务生产需求的同时，进行对外销售。2018至2020年，无纺布自用率维持在55%左右。公司原有无纺布产能16800吨，经上市筹资后计划增加产能3.1万吨。公司计划该产能增加将分3年完成，逐步提升到预期水平。

图表 48: 过去无纺布自用比例超过 50%



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表 49: 无纺布产能投放计划 (单位, 万吨)

年份	产能 (万吨)	产量 (万吨)
2018	1.68	1.40
2019	1.68	1.48
2020	1.68	1.71
2021E	1.68	/
2022E	2.92 (假设 IPO 新产能投放 40%)	/
2023E	4.0 (假设 IPO 新产能投放 75%)	/

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 4.2、精益生产+自动化, 成本管控能力进一步提升

经过 20 年的运营管理, 公司积累了较多的成本控制经验, 包括: (1) 效率管控不断提升。公司在生产过程中不断进行员工培训; 结合生产工艺, 与设备研发公司合作, 开发适合公司产品生产线的自动化辅助设备, 提升生产效率, 降低生产成本。其中 2018-2020 年无纺布单位成本由 8.17 元/kg 降低至 7.25 元/kg。(2) 良好的原材料节耗政策, 减少生产过程中不必要的原材损耗。2016-2020 年公司的费用率由 10.7%-5.1%逐年降低。

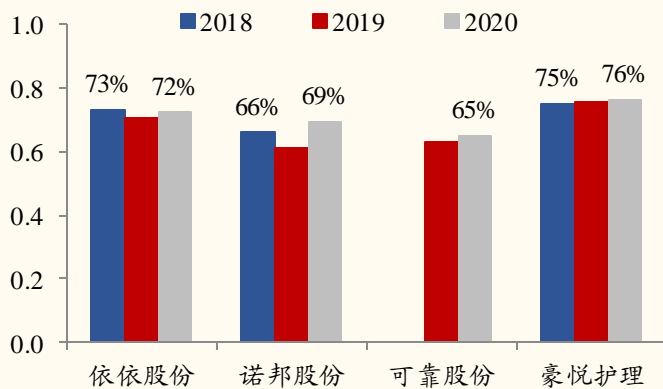
图表 50: 公司分产品单价和单位成本变动

产品	项目	2018	2019	2020
宠物垫	单位成本 (元/片)	0.32	0.32	0.31
	变动		-0.14	-0.07
	销售单价 (元/片)	0.36	0.41	0.39
宠物尿裤	单位成本 (元/片)	0.40	0.37	0.39
	变动		-0.02	0.02
	销售单价 (元/片)	0.70	0.73	0.80
无纺布	单位成本 (元/kg)	8.17	7.63	7.25
	变动		-0.54	-0.38
	销售单价 (元/片)	10.69	10.21	18.82

来源: 公司公告, 国金证券研究所

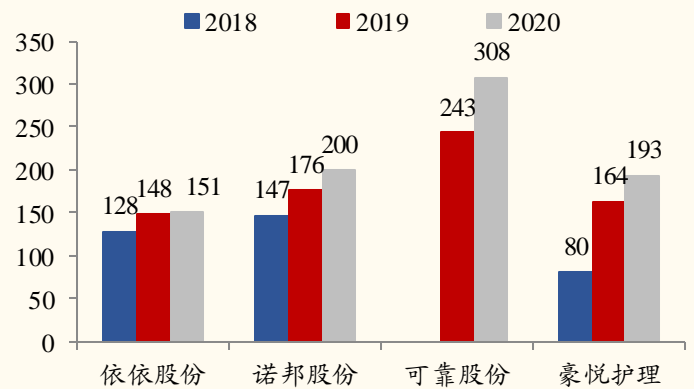
**IPO 项目自动化投入助推生产效率抬升, 人工成本曲线下移。**公司生产人员主要集中在产品包装线, 2018-2020 年生产人员占比约为 70%。生产人员人均创收较同行仍有较大的提升空间。在本次 IPO 项目投资中, 公司进一步加大对机械人、自动包装机、物流传导等自动化设备投入, 尿垫/尿裤自动化设备投入占单项募投项目金额的 48%/73%, 我们预计人工成本和整体开机效率有望进一步提升, 强化成本优势。

图表 51: 可比公司生产人员占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 52: 可比公司生产人员人均创收 (万元/人)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 53: IPO 募集资金投资项目中宠物尿垫、尿裤的自动化设备投资

产品	设备名称	单价 (万元/台)	数量 (套/台)	总价 (万元)	投资占比	拟总投资 (万元)
宠物尿垫	机械人	30.00	48.00	1440.00	10.1%	14240.49
	自动包装机	120.00	24.00	2880.00	20.2%	
	物流传导系统	--	--	2521.91	17.7%	
宠物尿裤	机械人	30.00	10.00	300.00	5.7%	5307.13
	自动包装机	120.00	5.00	600.00	11.3%	
	物流传导系统	--	--	2992.13	56.4%	

来源: 公司公告, 国金证券研究所整理

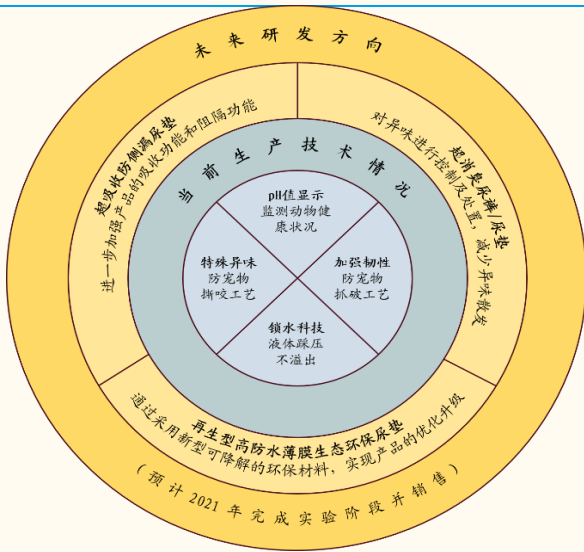
## 5、品类优化: 尿垫产品升级优化结构, 尿裤低基数下高成长

### 5.1、尿垫: 强化功能创新&迭代, 满足客户需求

**产品迭代升级, 解决用户需求痛点。**公司下游对接海外各大宠物零售渠道, 根据下游成熟市场的需求灵活调整产品研发方向。例如在宠物尿垫方面, 在强调吸水性快、吸量大、吸收臭味等特质的基础上, 还设计出具备防滑、防撕咬、添加诱导剂等功能的产品。

**完善的宠物卫生护理产品矩阵节省客户时间成本。**公司围绕宠物卫生用品, 基于材料的相通性, 公司以宠物尿垫为基点积极进行品类开拓。围绕核心的宠物尿裤、尿垫产品, 还推出了更便捷使用的宠物湿巾、拾便袋和清洁袋等产品。

图表 54: 产品技术创新升级方向



图表 55: 宠物卫生护理产品矩阵完善



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司官网, 国金证券研究所

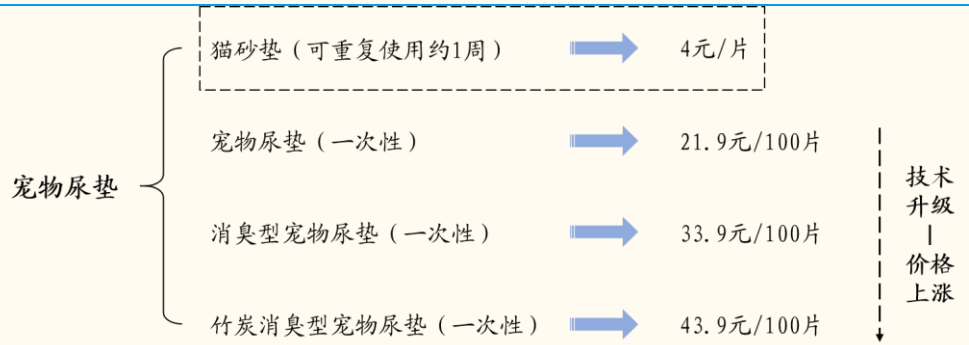
图表 56: 部分产品示例及特征分布

产品名	乐事宠公狗专用纸尿裤	环保功能尿垫	宠物拾便袋	竹炭消臭尿裤
图例				
功能特性	舒适、大量吸水、高分子、透气、快速吸收、会变色、防骚扰	本色环保、瞬吸锁水、背胶防滑、立体反渗	防脱落设计、轻盈便捷、密封性好、可溶解性纸	碳分子消臭、八层锁水、含诱导剂

来源: 天猫官网旗舰店, 国金证券研究所整理

尿垫未来增长点来自产品升级带来的平均价格带上移。当前尿垫仍是宠物卫生用品的主打品类, 我们认为公司凭借优质的产品力有望不断提升市场份额。产品结构方面, 产品功能、材质升级有望带动价格带的提升。例如, 根据公司旗下的乐事宠淘宝官方旗舰店, 普通的吸水尿垫价格为 21.9 元/100 片。随着尿垫功能的提升, 价格随之增长。除臭型尿垫的价格达到了 33.9 元/100 片。随着公司产品未来科技的不断提升, 单价有望再次升级。

图表 57: 产品功能、材质升级有望带动价格带的提升



来源: 乐事宠淘宝官方旗舰店, 国金证券研究所

## 5.2、宠物尿裤成为新的利润增长点

**尿裤: 渗透率加速提升来自文明养宠要求的提升。**2018-1H2021 公司宠物尿裤收入, 占主营业务收入比例分别为 4.53%/5.60%/4.95%/5.54%, 整体占比比较小。相比宠物尿垫, 阻碍宠物尿裤渗透率提升的原因主要为适用对象更具有局限性, 尿裤更多适用于没有形成固定排泄习惯的幼年/老年失禁猫狗, 以及处于生理期的雌性猫狗。

我们认为, 未来尿裤渗透率的加速提升, 更多来自文明养宠要求的提高带来的市场空间的扩容。从定价和盈利能力角度, 尿裤的单位定价是尿垫的 2 倍左右, 且毛利率较尿垫高 20-30pct。当前尿裤受制于机型整体产能利用率不高, 若未来市场进一步打开, 产品强定价能力+制造费用摊薄带来的成本曲线下滑, 有望共同驱动尿裤毛利率的进一步抬升。

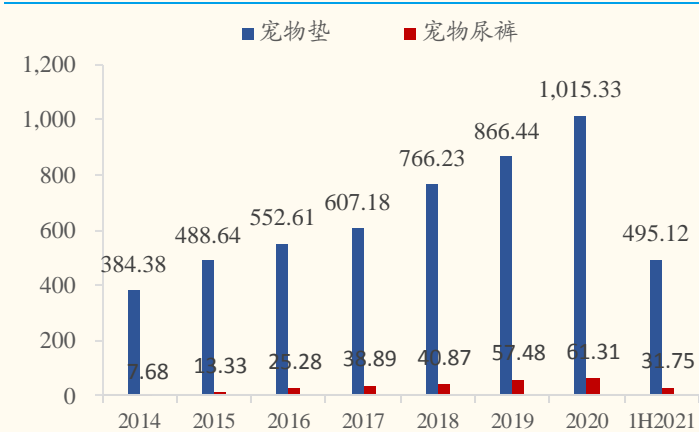
图表 58: 2018-2020 宠物尿垫和尿裤单价差异

产品	年份	销售额 (百万元)	销量 (百万片)	平均单价 (元/片)
尿垫	2020	992.1	2565.7	0.39
	2019	856.8	2103.7	0.41
	2018	788.8	2119.2	0.37
尿裤	2020	59.8	75.0	0.80
	2019	56.4	76.8	0.73
	2018	41.5	58.1	0.71

来源: 公司公告, 国金证券研究所

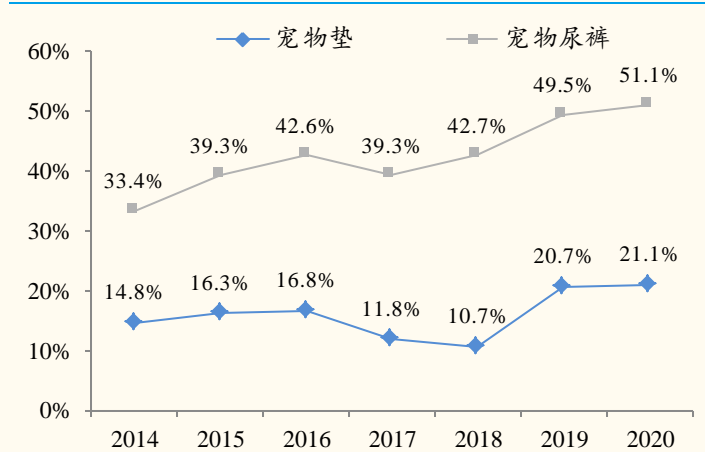


图表 59: 2014-1H2021 年公司宠物垫/宠物尿裤营收对比 (百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

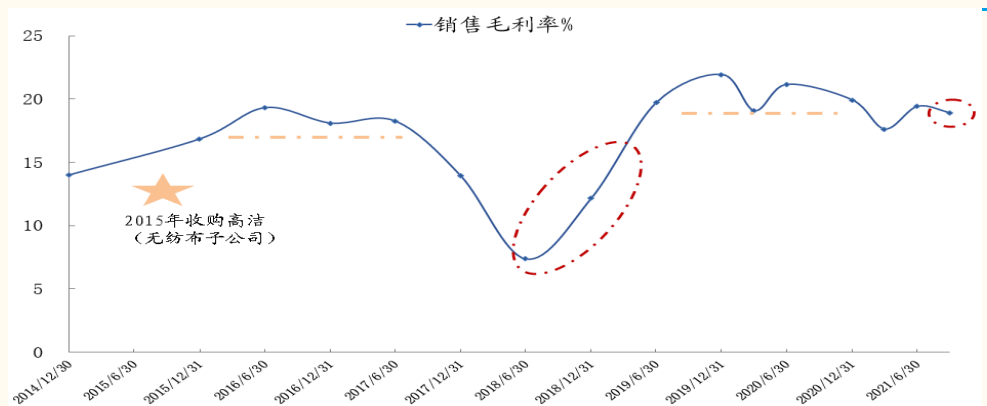
图表 60: 2014-2020 年公司宠物垫/宠物尿裤毛利率对比



来源: Wind, 国金证券研究所

产品升级、客户结构优化、产业链延伸有望驱动公司毛利率底部不断抬升。(1) 产品创新&迭代驱动价格不断抬升;(2) 客户结构优化: 高毛利的亚马逊、petsmart 订单占比提升改善盈利结构;(3) 自建无纺布产能减弱成本波动, 有望进一步驱动盈利能力上行。

图表 61: 公司毛利率底部不断抬升



来源: Wind, 国金证券研究所

## 盈利预测和投资建议

我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.53、1.90 和 2.25 元, 当前股价对应 PE 为 30/24/21 倍, 考虑到公司产能稳步扩张, 上游自建无纺布产线打造成本优势, 我们采用市盈率相对估值法, 给予公司 2022 年 26X 估值, 对应目标价 49.3 元, 给予“增持”评级。

### 盈利预测

#### ■ 核心假设

#### 1、宠物一次性卫生护理用品

受益于陪伴意识和环保意识的提升、以及公司在规模生产和研发设计上的优势, 过去公司产能处于供不应求的状态, 新项目投产后将得到进一步的释放, 我们预计公司未来三年宠物尿垫、尿裤业务的订单有望稳步提升。我们预计 2021-

2023 年公司宠物一次性卫生护理用品营收同比+11.5%/20.2%/15.9%，毛利率为 18.4%/19.7%/20.5%。

1) 宠物垫：IPO 募资新增产能，我们预计未来三年宠物垫新增产能分别为 1.8/8.3/5.2 亿片，产能增速+7%/+29%/+14%。公司采用成本加成法进行计价，考虑到成本端压力减弱的影响，同时叠加尿垫国内渗透率提升和份额提升、产品升级带来的平均价格带上移，我们预计 2021-2023 年营收同比+11.2%/19.8%/15.2%，毛利率为 16.3%/17.5%/18.1%。

2) 宠物尿裤：IPO 募资新增产能，我们预计未来三年宠物尿裤新增产能分别为 0.2/0.5/0.5 亿片，产能增速+11%/+24%/+20%。随着尿裤渗透率的提升，预计 2021-2023 年营收同比+16.4%/+26%/+25.4%，同时 2022 年起伴随新机器的切换、尿裤渗透率的逐步提升，成本曲线有望继续下行，毛利率仍有上升的空间，预计 2021-2023 年毛利率为 48.8%/50.7%/51.0%，同比 -2.3pct/+1.8pct/+0.3pct。

## 2、无纺布：

随着疫情防控转入常态化，无纺布的市场需求较为稳健；另一方面，公司新无纺布生产线的建设与投产将释放更多产能，预计 2021-2023 年新增产能 0.27/1.05/1.4 万吨，无纺布营收同比-58.0%/+147.5%/+49.5%。2020 年受防疫物资影响，公司毛利率高于往常，我们预计 21 年开始无纺布外销毛利率恢复正常，我们预计 2021-2023 年公司无纺布毛利率为 8.2%/9.6%/8.5%。

图表 62：公司主要业务营收及毛利预测

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入-合计	1027.7	1251.6	1304.7	1621.9	1915.6
1. 宠物一次性卫生护理用品	931.6	1085.0	1210.3	1454.5	1685.7
1.1 宠物垫	866.4	1015.3	1129.2	1353.1	1558.9
1.2 宠物尿裤	57.5	61.3	71.3	89.9	112.7
2. 无纺布	68.3	109.6	46.1	114.0	170.5
3. 个人一次性卫生护理用品	25.8	43.8	44.9	50.8	56.5
4. 其他	2.0	2.6	3.4	2.7	2.9
同比增速	13.8%	21.8%	4.2%	24.3%	18.1%
1. 宠物一次性卫生护理用品	14.4%	16.5%	11.5%	20.2%	15.9%
1.1 宠物垫	13.1%	17.2%	11.2%	19.8%	15.2%
1.2 宠物尿裤	40.6%	6.7%	16.4%	26.0%	25.4%
2. 无纺布	15.1%	60.5%	-58.0%	147.5%	49.5%
3. 个人一次性卫生护理用品	-7.9%	69.9%	2.6%	13.0%	11.2%
4. 其他	30.8%	30.6%	34.0%	-23.0%	11.0%
毛利率	21.9%	26.7%	20.1%	20.9%	21.1%
1. 宠物一次性卫生护理用品	22.5%	69.0%	18.4%	19.7%	20.5%
1.1 宠物垫	20.7%	21.1%	16.3%	17.5%	18.1%
1.2 宠物尿裤	49.4%	51.1%	48.8%	50.7%	51.0%
2. 无纺布	9.0%	52.4%	8.2%	9.6%	8.5%
3. 个人一次性卫生护理用品	32.3%	38.0%	31.8%	30.9%	30.5%
4. 其他	34.9%	15.7%	23.5%	33.1%	-23.1%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 费用预测：

**销售费用：**未来三年公司有望在国内积极进行自有品牌的市场开拓，我们预计销售费用分别为 0.23/0.39/0.48 亿元，销售费用率预计为 1.8%/2.5%/2.5%。

**管理费用：**伴随公司规模扩大、管理效率的提升，我们预计 2021-2023 年公司管理费用分别为 0.35/0.42/0.52 亿元，管理费用率为 2.7%/2.7%/2.7%。

**研发费用：**预计 21-23 年研发费用稳健增长，研发费用率为 0.7%/0.8%/0.8%。

### 投资建议

2021-2023 年，可比公司的 PE 相对估值的平均值分别为 37、27、21 倍，考虑到公司作为宠物卫生护理用品生产制造商龙头，代工业务与自有品牌协同发展，稳步推进产能扩张，并且有望借助上下游产业链资源进一步提升业绩弹性。我们预计公司 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.53、1.90 和 2.25 元，当前股价对应 PE 为 30/24/21 倍，我们采用 PE 相对估值法进行定价，给予公司 22 年 26X 估值，目标价 49.3 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 63：可比公司估值

代码	公司简称	收盘价 (元)	总股本 (百万股)	总市值 (亿元)	EPS				P/E				PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
001206.SZ	依依股份	46.38	94	43.75	2.75	1.53	1.90	2.25	16.87	30.36	24.47	20.61	2.55
卫生用品代工可比公司													
301009.SZ	可靠股份	21.17	272	57.55	1.05	0.65	0.87	1.08	20.16	32.80	24.43	19.68	3.98
605009.SH	豪悦护理	60.42	160	96.57	6.95	2.74	3.48	4.22	8.69	22.04	17.35	14.33	3.33
宠物赛道可比公司													
002891.SZ	中宠股份	31.27	294	91.97	0.75	0.52	0.75	1.05	41.69	60.04	41.52	29.76	5.11
300673.SZ	佩蒂股份	18.10	253	45.87	0.74	0.52	0.73	0.94	24.46	34.98	24.89	19.25	2.75
<b>中位数</b>									<b>22.31</b>	<b>33.89</b>	<b>24.66</b>	<b>19.47</b>	<b>3.66</b>
<b>平均值</b>									<b>23.75</b>	<b>37.46</b>	<b>27.05</b>	<b>20.76</b>	<b>3.80</b>

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 1、海外市场竞争激烈导致毛利率下滑的风险：**公司主营业务收入主要源自境外市场。随着全球经济一体化进程的推进，泰国、越南等国家依靠较为低廉的人工成本而获得较大的生产优势，若海外竞争对手增多，将导致公司毛利率有下滑的风险。
- 2、原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险：**公司生产所需的原材料主要为绒毛浆、卫生纸、聚丙烯、流延膜、高分子等，直接材料成本在公司主营业务成本中占比最大。2018-2020 年，直接材料成本占公司主营业务成本的比例均在 80%以上。若原材料价格发生大幅波动，则将导致公司毛利率产生波动。
- 3、在建项目不能达到预期收益的风险：**公司计划将募投资金投入宠物垫项目、宠物尿裤项目、卫生护理材料项目以及补充流动资金，以扩大产能，加强公司在生产端的核心竞争力。若市场格局及行业格局发生重大变化，或公司项目建设效果不达预期，则预期收益可能无法实现。
- 4、限售股解禁风险：**22 年 5 月 3582 万股 IPO 原始股东限售股解禁。
- 5、汇率波动风险：**公司出口业务占比接近 90%，若汇率出现大幅波动，则导致公司产品盈利产生波动。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>903</b>	<b>1,028</b>	<b>1,241</b>	<b>1,305</b>	<b>1,622</b>	<b>1,916</b>	货币资金	16	112	56	377	205	249
增长率		13.8%	20.8%	5.1%	24.3%	18.1%	应收款项	160	162	207	261	311	367
<b>主营业务成本</b>	<b>-786</b>	<b>-802</b>	<b>-918</b>	<b>-1,042</b>	<b>-1,283</b>	<b>-1,511</b>	存货	75	86	108	120	148	174
%销售收入	87.1%	78.1%	74.0%	79.9%	79.1%	78.9%	其他流动资产	7	75	28	553	560	567
<b>毛利</b>	<b>117</b>	<b>225</b>	<b>323</b>	<b>263</b>	<b>339</b>	<b>404</b>	流动资产	257	435	399	1,311	1,224	1,357
%销售收入	12.9%	21.9%	26.0%	20.1%	20.9%	21.1%	%总资产	52.9%	63.6%	43.7%	63.4%	53.4%	54.6%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	长期投资	1	1	1	1	1	1
%销售收入	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	175	190	408	538	866	928
<b>销售费用</b>	<b>-48</b>	<b>-49</b>	<b>-13</b>	<b>-23</b>	<b>-41</b>	<b>-48</b>	%总资产	36.1%	27.8%	44.7%	26.0%	37.7%	37.3%
%销售收入	5.4%	4.7%	1.0%	1.8%	2.5%	2.5%	无形资产	48	52	56	83	101	97
<b>管理费用</b>	<b>-15</b>	<b>-25</b>	<b>-27</b>	<b>-35</b>	<b>-44</b>	<b>-52</b>	非流动资产	229	250	513	755	1,070	1,130
%销售收入	1.7%	2.4%	2.2%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	47.1%	36.4%	56.3%	36.6%	46.6%	45.4%
<b>研发费用</b>	<b>-4</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>	<b>资产总计</b>	<b>486</b>	<b>685</b>	<b>912</b>	<b>2,066</b>	<b>2,294</b>	<b>2,487</b>
%销售收入	0.5%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	短期借款	83	2	0	0	31	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>45</b>	<b>138</b>	<b>268</b>	<b>189</b>	<b>233</b>	<b>280</b>	应付款项	91	117	149	150	184	217
%销售收入	4.9%	13.4%	21.6%	14.4%	14.4%	14.6%	其他流动负债	19	31	35	44	54	64
<b>财务费用</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>-23</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	流动负债	193	151	184	193	269	281
%销售收入	-0.2%	-0.1%	1.9%	0.2%	0.0%	0.2%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	19	17	17	2	2	2
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	212	167	200	195	271	283
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>274</b>	<b>518</b>	<b>712</b>	<b>1,871</b>	<b>2,023</b>	<b>2,204</b>
%税前利润	0.2%	0.0%	1.9%	1.1%	0.4%	0.4%	其中：股本	61	71	71	94	94	94
<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>139</b>	<b>250</b>	<b>189</b>	<b>234</b>	<b>278</b>	未分配利润	74	161	343	466	618	798
<b>营业利润率</b>	<b>5.1%</b>	<b>13.5%</b>	<b>20.2%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.4%</b>	<b>14.5%</b>	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>7</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>486</b>	<b>685</b>	<b>912</b>	<b>2,066</b>	<b>2,294</b>	<b>2,487</b>
<b>税前利润</b>	<b>47</b>	<b>141</b>	<b>257</b>	<b>190</b>	<b>235</b>	<b>279</b>	<b>比率分析</b>						
<b>利润率</b>	<b>5.2%</b>	<b>13.7%</b>	<b>20.7%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.5%</b>	<b>14.6%</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>所得税</b>	<b>-11</b>	<b>-34</b>	<b>-62</b>	<b>-46</b>	<b>-56</b>	<b>-67</b>	<b>每股指标</b>						
<b>所得税率</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.1%</b>	<b>24.3%</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.0%</b>	每股收益	0.580	1.509	2.749	1.528	1.896	2.250
<b>净利润</b>	<b>35</b>	<b>107</b>	<b>194</b>	<b>144</b>	<b>179</b>	<b>212</b>	每股净资产	4.487	7.319	10.067	19.835	21.447	23.359
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股经营现金净流	0.668	1.707	2.542	1.128	2.278	2.828
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>35</b>	<b>107</b>	<b>194</b>	<b>144</b>	<b>179</b>	<b>212</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.229	0.284	0.338
<b>净利率</b>	<b>3.9%</b>	<b>10.4%</b>	<b>15.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.1%</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.92%	20.62%	27.30%	7.70%	8.84%	9.63%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	7.28%	15.58%	21.32%	6.97%	7.79%	8.54%
							投入资本收益率	9.49%	20.08%	28.45%	7.65%	8.63%	9.64%
净利润	35	107	194	144	179	212	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	21.54%	13.76%	20.76%	5.14%	24.31%	18.11%
非现金支出	19	18	24	42	75	101	EBIT增长率	21.95%	208.40%	94.72%	-29.62%	23.83%	19.80%
非经营收益	7	4	-5	1	1	1	净利润增长率	85.48%	201.57%	82.16%	-25.90%	24.10%	18.69%
营运资金变动	-20	-8	-34	-81	-40	-47	总资产增长率	10.02%	40.91%	33.15%	126.51%	11.04%	8.38%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>41</b>	<b>121</b>	<b>180</b>	<b>106</b>	<b>215</b>	<b>267</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-42	-41	-273	-285	-391	-161	应收账款周转天数	55.7	56.0	53.6	72.0	69.0	69.0
投资	10	-65	65	-500	0	0	存货周转天数	33.4	36.6	38.6	42.0	42.0	42.0
其他	0	0	5	2	1	1	应付账款周转天数	38.0	40.0	47.0	52.0	52.0	52.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-106</b>	<b>-203</b>	<b>-783</b>	<b>-390</b>	<b>-160</b>	固定资产周转天数	65.1	66.5	57.9	119.4	140.6	129.1
股权募资	0	143	0	1,036	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	0	-77	0	-16	31	-31	净负债/股东权益	24.55%	-33.89%	-8.04%	-46.97%	-33.42%	-34.04%
其他	-16	-19	-7	-22	-28	-33	EBIT利息保障倍数	-22.5	-203.5	11.6	77.9	360.5	96.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>47</b>	<b>-7</b>	<b>999</b>	<b>3</b>	<b>-64</b>	资产负债率	43.67%	24.42%	21.92%	9.45%	11.82%	11.38%
<b>现金净流量</b>	<b>-7</b>	<b>62</b>	<b>-30</b>	<b>322</b>	<b>-172</b>	<b>43</b>							

**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
买入	0	1	3	5	6
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.17</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402