

依依股份 (001206.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 35.88 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)	33.85
年内股价最高最低(元)	111.91/33.86
沪深 300 指数	3815
深证成指	10379

短期盈利承压, 产品升级&内销开拓驱动成长

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,241	1,310	1,537	1,795	2,076
营业收入增长率	20.76%	5.56%	17.31%	16.79%	15.69%
归母净利润(百万元)	194	114	118	149	173
归母净利润增长率	82.16%	-41.33%	3.58%	26.05%	16.26%
摊薄每股收益(元)	2.749	1.209	1.253	1.579	1.836
每股经营性现金流净额	2.23	0.17	2.18	1.98	2.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.30%	6.61%	6.65%	8.01%	8.80%
P/E	N/A	38.37	28.64	22.72	19.55
P/B	N/A	2.54	1.90	1.82	1.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 4月25日公司发布年报和一季报, 21A 实现营收 13.1 亿元, 同比+5.6%, 归母净利润 1.14 亿元, 同比-41.3%; 1Q22 实现营收 3.5 亿元, 同比+13.9%, 归母净利润 0.18 亿元, 同比-44.9%, 业绩略低于市场预期。

经营分析

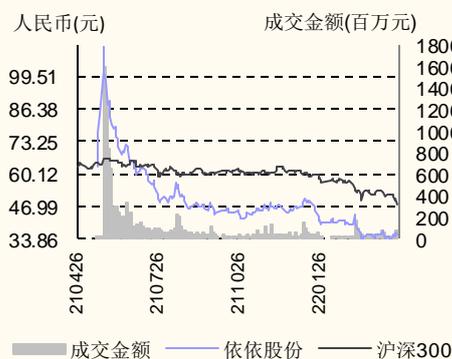
- 主营宠物尿垫/尿裤业务下半年加速成长, 原料价格上涨导致短期盈利承压。** 21A 宠物垫/尿裤/无纺布业务营收 11.6/0.72/0.42 亿元, 同比+14.5%/+17%/-61.7%, 其中 2H 营收同比+18.2%/+28.4%/-60%, 主要受益于海外宠物尿垫渗透率稳步提升、格局向好以及下游大客户增速较优; 无纺布业务由于 20 年生产防疫物资影响导致基数较高, 叠加 21 年无纺布价格下行导致营收体量下滑; 4Q 整体营收同比+15.4%。**盈利能力角度, 21A 毛利率 16.8% (-9.3pct), 净利率 8.7% (-7pct); 其中 4Q 毛利率 11.2% (-8.1pct), 净利率 2.9% (-5.3pct), 主要原因如下:** 1) 公司主要原材料的绒毛浆、卫生纸、SAP 价格上涨较多; 2) 20 年高毛利的防疫用无纺布业务结构占比下降; 3) 为扩大国内市场, 21 年加大营销和渠道投入。21A 销售/管理&研发/财务费用率分别同比+0.47/+0.64/-1.4pct 至 1.48%/3.52%/0.47%, 其中 4Q 费用率分别+0.68/0.79/-2.1pct。
- 1Q22: 高基数下营收+13.9%, 短期盈利仍受成本压制。** 1Q22 营收同比+13.9%, 高基数下成长稳健, 1Q 上游绒毛浆、SAP 材料价格保持高位震荡, 毛利率 10.8% (-7.6pct), 管理&研发/财务费用率分别同比+0.69/0.75pct, 净利率 5.2% (同比-5.6pct)。
- 海外业务受益于格局集中、产品结构升级, 国内业务积极开拓探索。** 6 月木浆新产能投放, 木浆价格回调, 成本压力有望减弱, 看好盈利修复。公司与 petsmart 等优质客户深度绑定, 且产品结构优化, 海外盈利能力有望提升。国内依托自有品牌“乐事宠”积极开拓市场, 中长期成长逻辑值得关注。

盈利预测和投资建议

- 中长期我们看好公司在宠物卫生用品业务领域规模效应带来的成本优势、国内业务的积极开拓, 预测公司 22-24 年 EPS 分别为 1.25、1.58、1.84 元, 当前股价对应 22-24 年 PE 分别为 29、23、20 倍, 维持“增持”评级。

3 风险提示

- 上游原材料价格大幅波动导致毛利率波动的风险; 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



相关报告

- 《宠物卫生护理龙头, 产能释放成长可期-依依股份深度报告》, 2021.11.28

尹新悦 联系人
yinxinyue@gjzq.com.cn
xieliyuan@gjzq.com.cn

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)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,028	1,241	1,310	1,537	1,795	2,076	货币资金	112	56	219	341	236	272
增长率	20.8%	5.6%	17.3%	16.8%	15.7%		应收款项	162	207	283	299	344	398
主营业务成本	-802	-918	-1,091	-1,295	-1,489	-1,720	存货	86	108	173	167	192	222
%销售收入	78.1%	74.0%	83.3%	84.3%	83.0%	82.8%	其他流动资产	75	28	539	614	617	622
毛利	225	323	219	241	305	356	流动资产	435	399	1,214	1,420	1,389	1,514
%销售收入	21.9%	26.0%	16.7%	15.7%	17.0%	17.2%	%总资产	63.6%	43.7%	61.7%	63.4%	59.5%	62.4%
营业税金及附加	-6	-7	-6	-8	-9	-10	长期投资	1	1	44	44	44	44
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	190	408	611	660	778	739
销售费用	-49	-13	-19	-23	-29	-37	%总资产	27.8%	44.7%	31.1%	29.5%	33.4%	30.5%
%销售收入	4.7%	1.0%	1.5%	1.5%	1.6%	1.8%	无形资产	52	56	54	63	70	77
管理费用	-25	-27	-37	-41	-48	-56	非流动资产	250	513	754	820	944	911
%销售收入	2.4%	2.2%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	%总资产	36.4%	56.3%	38.3%	36.6%	40.5%	37.6%
研发费用	-8	-8	-9	-11	-14	-17	资产总计	685	912	1,968	2,240	2,333	2,425
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	短期借款	2	0	4	225	200	142
息税前利润 (EBIT)	138	268	148	158	205	236	应付款项	117	149	181	186	214	247
%销售收入	13.4%	21.6%	11.3%	10.3%	11.4%	11.4%	其他流动负债	31	35	39	48	56	65
财务费用	1	-23	-6	-6	-11	-10	流动负债	151	184	225	459	470	455
%销售收入	-0.1%	1.9%	0.5%	0.4%	0.6%	0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	17	17	17	3	3	3
公允价值变动收益	0	1	1	0	0	0	负债	167	200	242	462	473	457
投资收益	0	5	7	2	1	1	普通股股东权益	518	712	1,725	1,778	1,860	1,968
%税前利润	0.0%	1.9%	4.5%	1.3%	0.5%	0.4%	其中：股本	71	71	94	94	94	94
营业利润	139	250	149	154	195	227	未分配利润	161	343	370	423	505	613
营业利润率	13.5%	20.2%	11.4%	10.1%	10.9%	10.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	7	0	1	1	1	负债股东权益合计	685	912	1,968	2,240	2,333	2,425
税前利润	141	257	149	155	196	228	比率分析						
利润率	13.7%	20.7%	11.4%	10.1%	10.9%	11.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-34	-62	-35	-37	-47	-55	每股指标						
所得税率	24.1%	24.3%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	1.509	2.749	1.209	1.253	1.579	1.836
净利润	107	194	114	118	149	173	每股净资产	7.319	10.067	18.291	18.843	19.722	20.858
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.466	2.227	0.171	2.176	1.977	2.301
归属于母公司的净利润	107	194	114	118	149	173	每股股利	0.000	0.000	0.700	0.700	0.700	0.700
净利率	10.4%	15.7%	8.7%	7.7%	8.3%	8.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	20.62%	27.30%	6.61%	6.65%	8.01%	8.80%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	15.58%	21.32%	5.80%	5.28%	6.38%	7.14%
净利润	107	194	114	118	149	173	投入资本收益率	20.08%	28.45%	6.54%	6.00%	7.55%	8.48%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	1	36	52	64	81	主营业务收入增长率	13.76%	20.76%	5.56%	17.31%	16.79%	15.69%
非经营收益	4	-5	-9	6	12	9	EBIT增长率	208.40%	94.72%	-44.68%	6.88%	29.39%	15.01%
营运资金变动	-8	-34	-125	29	-38	-46	净利润增长率	201.57%	82.16%	-41.33%	3.58%	26.05%	16.26%
经营活动现金净流	104	158	16	205	186	217	总资产增长率	40.91%	33.15%	115.69%	13.83%	4.18%	3.93%
资本开支	-41	-273	-249	-118	-189	-49	资产管理能力						
投资	-65	65	-508	-100	0	0	应收账款周转天数	56.0	53.6	67.7	70.0	69.0	69.0
其他	0	5	6	2	1	1	存货周转天数	36.6	38.6	47.0	47.0	47.0	47.0
投资活动现金净流	-106	-203	-751	-216	-188	-48	应付账款周转天数	40.0	47.0	54.8	52.0	52.0	52.0
股权募资	143	0	997	0	0	0	固定资产周转天数	66.5	57.9	123.0	123.7	113.6	101.8
债权募资	-77	0	0	206	-26	-57	偿债能力						
其他	-19	-7	-102	-72	-78	-75	净负债/股东权益	-33.89%	-8.04%	-39.54%	-38.45%	-32.46%	-35.45%
筹资活动现金净流	47	-7	894	134	-103	-133	EBIT利息保障倍数	-203.5	11.6	23.9	24.8	17.9	22.8
现金净流量	45	-53	160	123	-105	36	资产负债率	24.42%	21.92%	12.31%	20.64%	20.27%	18.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-11-28	增持	46.38	49.30 ~ 49.30

来源：国金证券研究所



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