

## 盈利能力短期承压, 产能持续爬坡

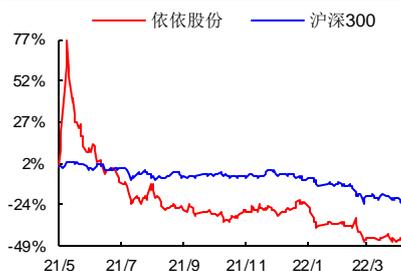
### 投资要点

- 业绩摘要:** 公司发布2021年年报及2022年一季报, 2021年实现收入13.1亿元(+5.6%); 实现归母净利润1.1亿元(-41.3%); 实现扣非归母净利润1.1亿元(-42.1%)。其中, 2021年Q4公司实现营业收入3.7亿元(+15.4%); 实现归母净利润1061.5万元(-59.2%); 实现扣非归母净利润371.7万元; 公司2021年全年营收实现稳定增长。2022年Q1公司实现营业收入3.5亿元(+13.9%); 实现归母净利润1831.9万元(-44.9%); 实现扣非归母净利润1477.3万元(-54.9%)。一季度受原材料价格同比处于高位及国内疫情反复影响, 收入业绩短期承压。
- 21年受原材料价格大幅上涨影响, 毛利率回落。** 2021年公司整体毛利率为16.8%(-9.3pp), 一方面由于主要原材料绒毛浆和卫生纸价格上涨, 另一方面公司对外销售的无纺布产品价格在疫情后回归常态, 毛利率下降。其中, 2021年公司宠物一次性卫生护理用品毛利率为17%(-5.9pp), 无纺布毛利率为3.2%(-49.3pp), 个人一次性卫生护理用品毛利率为25%(-13.1pp)。费用率方面, 2021年公司整体费用率为5.5%(-0.3pp)。其中, 公司销售费用率为1.5%(+0.5pp), 主要由于公司为提高品牌知名度, 公司加大营销推广投入, 销售费用同比增长54.1%; 管理/研发费用率分别为2.8%(+0.6pp)/0.7%(+0.01pp); 财务费用率为0.5%(-1.4pp), 主要由于报告期内公司汇兑损失减少。综合来看, 2021年公司净利率为8.7%, 同比减少7pp。此外, 2021年公司实现经营性现金流净额1927.3万元, 同比减少89.5%, 主要系原材料价格上涨, 经营活动支付的现金增加所致。
- 22Q1原材料价格同比处于高位, 盈利能力压力仍存。** 2022年一季度公司实现毛利率10.8%(-7.6pp), 主要由于原材料价格仍处于高位, 销售/管理/研发/财务费用率分别为1%(-0.03pp)/2.3%(-0.2pp)/1.4%(+0.9pp)/0.4%(+0.7pp), 实现净利率5.2%(-5.5pp)。2022年一季度公司新增投资收益371.9万元, 同比增长172.2%, 主要得益于理财产品收益大幅提升。一季度盈利能力总体受原材料价格压制, 后续伴随原材料价格企稳, 盈利能力有望得到修复。
- 宠物一次性卫生用品增长稳健, 无纺布及口罩业务收入回归常态。** 分产品来看, 2021年公司宠物一次性卫生护理用品实现营收12.4亿元(+14.5%), 其中宠物垫/宠物尿裤/其他宠物一次性卫生用品收入分别为11.6亿元(+14.5%)/7170万元(+17%)/820万元(-1.5%); 无纺布实现营收0.4亿元(-61.2%), 占比3.2%(-5.6pp), 随国内无纺布产能提升及疫情逐步缓解, 无纺布价格回落至正常水平; 个人一次性卫生护理用品实现营收0.2亿元(-43%), 占比1.9%, 主要疫情后口罩业务减少所致。总体来看, 公司核心产品宠物尿垫维持较快增长, 新产品宠物尿裤增速高于宠物用品平均水平, 收入占比有望逐步提升。分地区来看, 2021年境外实现营收12.4亿元(+13.9%), 占比94.8%(+6.9pp); 境内实现营收0.7亿元(-54.9%)。展望后续, 随着口罩和无纺布业务的基数效应影响减弱, 公司收入增长中枢有望修复。
- 大客户合作关系稳定, 产能储备充分。** 分渠道来看, 2021年公司ODM&OEM

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn  
联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	0.94
流通A股(亿股)	0.24
52周内股价区间(元)	32.29-113.76
总市值(亿元)	30.46
总资产(亿元)	19.25
每股净资产(元)	18.18

### 相关研究

- 依依股份(001206): 突破产能瓶颈, 宠物卫生用品龙头制造商成长可期 (2022-01-07)



实现营收 12.5 亿元 (+14.2%)，公司与大客户合作关系稳定，前五大客户销售额占比 53.8% (+5.1pp)，其中第一大客户销售额占比 21.3%，公司与重要大客户合作关系稳定；经销/直销分别实现营收 0.1 亿元/0.5 亿元，同比分别降低 48.8%/61.6%。产能方面，2021 年公司在河北扩建产线，以解决产能满负荷运转问题。预计达产后新增宠物垫产能 22.5 亿片，宠物尿裤产能 2.2 亿片，无纺布 3.1 万吨。2021 年 11 月，公司河北中捷产业园区的智能化工厂部分产能顺利投产。随着河北工厂持续投产，公司产能有望进一步满足客户需求，扩充品类矩阵，进一步提升市场占有率。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2022-2024 年 EPS 分别为 1.42 元、1.71 元、2.03 元，对应 PE 分别为 23 倍、19 倍、16 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；国内外疫情反复的风险，产能释放不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1310.02	1585.90	1892.53	2223.59
增长率	5.56%	21.06%	19.34%	17.49%
归属母公司净利润 (百万元)	114.09	134.35	161.47	191.80
增长率	-41.33%	17.76%	20.19%	18.78%
每股收益 EPS (元)	1.21	1.42	1.71	2.03
净资产收益率 ROE	6.61%	7.31%	8.20%	9.04%
PE	27	23	19	16
PB	1.77	1.66	1.55	1.44

数据来源：Wind，西南证券

### 关键假设：

假设 1：随着原材料价格下行及人民币汇率恢复常态，2022-2024 年宠物一次性卫生用品毛利率分别达到 17.5%、17.8%、18%；

假设 2：募投项目如期投产，2022-2024 年募投项目投产比例分别达到 35%、60%、100%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表1：公司分业务收入与成本预测**

百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>合计</b>				
营业收入	1310.0	1585.9	1892.5	2223.6
yoy	5.6%	21.1%	19.3%	17.5%
营业成本	1090.6	1,312.9	1,559.9	1,827.6
毛利率	16.8%	17.2%	17.6%	17.8%
<b>宠物一次性卫生护理用品</b>				
收入	1242.3	1515.6	1818.7	2146.1
yoy	14.5%	22.0%	20.0%	18%
成本	1030.62	1250.4	1495.0	1759.8
毛利率	17.0%	17.5%	17.8%	18.0%
<b>无纺布</b>				
收入	42.0	44.1	46.3	48.6
yoy	-61.7%	5%	5%	5%
成本	40.6	42.3	44.0	46.2
毛利率	3.2%	4.0%	5.0%	5.0%
<b>个人一次性卫生护理用品</b>				
收入	25.0	26.2	27.6	28.9
yoy	-43.0%	5%	5%	5%
成本	18.8	20.2	20.9	21.7
毛利率	25.0%	23.0%	24.0%	25.0%
<b>其他</b>				
收入	0.8			
yoy	-70.0%			
成本	0.6			
毛利率	24.7%			

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1310.02	1585.90	1892.53	2223.59	净利润	114.09	134.35	161.47	191.80
营业成本	1090.59	1312.87	1559.88	1827.63	折旧与摊销	36.36	46.60	57.04	63.01
营业税金及附加	5.80	8.09	9.42	15.34	财务费用	6.21	18.26	22.73	28.29
销售费用	19.36	19.03	24.60	28.91	资产减值损失	-0.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	37.09	55.51	68.13	75.60	经营营运资本变动	-143.36	-25.60	-74.59	-73.52
财务费用	6.21	18.26	22.73	28.29	其他	6.63	1.11	-1.70	-0.63
资产减值损失	-0.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	19.27	174.71	164.94	208.95
投资收益	6.69	0.00	0.00	0.00	资本支出	-261.44	-300.00	-300.00	0.00
公允价值变动损益	1.20	1.20	1.20	1.20	其他	-489.43	223.63	-32.32	-19.11
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-750.86	-76.37	-332.32	-19.11
<b>营业利润</b>	149.23	173.34	208.97	249.02	短期借款	0.00	0.00	137.30	-89.28
其他非经营损益	0.13	2.54	2.42	2.08	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	149.36	175.88	211.39	251.09	股权融资	974.55	0.00	0.00	0.00
所得税	35.27	41.54	49.92	59.30	支付股利	-75.47	-22.14	-30.41	-39.16
净利润	114.09	134.35	161.47	191.80	其他	-6.82	-22.31	-22.73	-28.29
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	892.26	-44.45	84.16	-156.74
归属母公司股东净利润	114.09	134.35	161.47	191.80	<b>现金流量净额</b>	162.77	53.89	-83.22	33.11
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	218.58	272.47	189.25	222.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	303.41	325.44	398.11	471.24	销售收入增长率	5.56%	21.06%	19.34%	17.49%
存货	172.88	190.58	233.46	270.92	营业利润增长率	-40.39%	16.16%	20.56%	19.16%
其他流动资产	519.05	307.42	352.99	386.30	净利润增长率	-41.33%	17.76%	20.19%	18.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-35.65%	24.19%	21.22%	17.86%
投资性房地产	0.97	1.01	1.00	1.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	611.07	870.35	1119.20	1062.07	毛利率	16.75%	17.22%	17.58%	17.81%
无形资产和开发支出	50.84	45.30	39.77	34.23	三费率	4.78%	5.85%	6.10%	5.97%
其他非流动资产	90.83	90.48	90.13	89.79	净利率	8.71%	8.47%	8.53%	8.63%
<b>资产总计</b>	1967.63	2103.06	2423.91	2537.91	ROE	6.61%	7.31%	8.20%	9.04%
短期借款	0.00	0.00	137.30	48.02	ROA	5.80%	6.39%	6.66%	7.56%
应付和预收款项	212.52	245.74	297.83	348.03	ROIC	13.08%	11.82%	11.31%	12.03%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.64%	15.02%	15.26%	15.30%
其他负债	29.69	19.68	20.09	20.53	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	242.20	265.42	455.22	416.59	总资产周转率	0.91	0.78	0.84	0.90
股本	94.33	94.33	94.33	94.33	固定资产周转率	4.11	3.23	3.10	3.42
资本公积	1219.22	1219.22	1219.22	1219.22	应收账款周转率	5.36	5.46	5.67	5.54
留存收益	411.87	524.08	655.14	807.77	存货周转率	7.71	7.21	7.34	7.23
归属母公司股东权益	1725.43	1837.64	1968.69	2121.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.40%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1725.43	1837.64	1968.69	2121.33	资产负债率	12.31%	12.62%	18.78%	16.41%
负债和股东权益合计	1967.63	2103.06	2423.91	2537.91	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	30.16%	11.53%
					流动比率	5.40	4.42	2.68	3.38
					速动比率	4.63	3.65	2.15	2.71
					股利支付率	66.15%	16.48%	18.84%	20.42%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	191.80	238.20	288.74	340.32	每股收益	1.21	1.42	1.71	2.03
PE	26.70	22.67	18.86	15.88	每股净资产	18.29	19.48	20.87	22.49
PB	1.77	1.66	1.55	1.44	每股经营现金	0.20	1.85	1.75	2.22
PS	2.33	1.92	1.61	1.37	每股股利	0.80	0.23	0.32	0.42
EV/EBITDA	11.85	10.24	9.09	7.29					
股息率	2.48%	0.73%	1.00%	1.29%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn