



Research and
Development Center

宠物护理用品龙头，盈利修复成长可期

—依依股份(001206)公司深度报告

2022年09月16日

李宏鹏 轻工行业首席分析师
S1500522020003
lihongpeng@cindasc.com

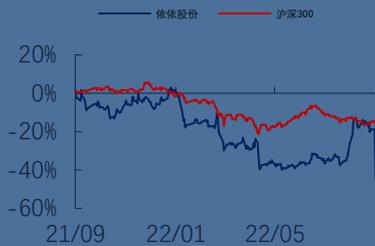
证券研究报告

公司研究

公司深度报告

依依股份 (001206)

投资评级 **买入**
上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	26.66
52 周内股价波动区间 (元)	31.13-19.89
最近一月涨跌幅 (%)	-8.59
总股本 (亿股)	1.32
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	35.21

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

宠物护理用品龙头，盈利修复成长可期

2022 年 09 月 16 日

报告内容摘要：

◆**宠物护理用品第一股，出口份额领先。**公司深耕行业 20 余年，始终专注宠物卫生护理领域细分赛道，主要以 ODM/OEM 模式向海外出口宠物一次性卫生用品产品，目前外销业务比重超九成，核心产品为宠物垫，主要客户包括美国、日本等国大型商场、宠物专营店与电商，1H22 公司外销额占同类品出口金额约 38.9%，市占率持续提升。1H22 公司实现收入 7.31 亿元，同比增长 27.6%，其中公司核心业务宠物一次性卫生护理用品收入 7 亿元，同比增长 32.01%，主要由宠物尿垫、宠物尿裤产品产能释放、成功拓展南美洲/欧洲/亚洲市场驱动；2Q22 公司业绩恢复高增长，Q2 收入、归母净利润分别同比增长 43.7%、73.4%；展望下半年，我们认为，宠物垫作为一次性刚需快消品，海外需求稳定性强，随着近期提价逐步执行，盈利端有望持续修复。

◆**宠物用品行业兼具成长性与刚需性，海外稳健，国内快速增长。**1) 海外：2021 年全球宠物用品规模约 448 亿美元，Euromonitor 预计 2021-2027 年零售额 CAGR 约 7%，欧美为主要消费地区。其中美国为全球最大需求国，占全球零售额约 47%，美国家庭宠物渗透率 2020 年已达 70%，且我们测算，每只宠物每年宠物用品的消费额在 2021 年达 110 美元，宠物行业刚需属性强，产品具备持续升级提价动能。2) 国内：国内为全球宠物用品行业增长最快的地区之一，2021 年行业规模约 318 亿元，Euromonitor 预计未来将以 12.6% CAGR 持续扩容。我国宠物行业渗透率、单宠用品消费金额距离成熟市场仍有空间，量价齐升有望驱动行业保持高速增长。

◆**客户+产品+产能+成本多方优势，公司成长路径清晰。**公司作为全球宠物一次性用品行业龙头企业，在客户绑定、产品研发、产能规模、成本方面具备领先优势。1) 客户：海外宠物用品渠道集中度高，公司目前已覆盖 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO 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电商，客户合作稳定，CR5 维持在 50% 左右。2) 产品：公司具有千余款专属功能性产品，研发专利壁垒较高，有助于增强大客户粘性，同时公司持续进行新品研发，新产品价格较高，有助于提升公司整体产品售价。3) 产能：公司募投计划中的宠物垫、宠物尿裤、无纺布项目达产后公司预计分别新增产能 22.5 亿片、2.2 亿片、3.1 万吨，提升比例为 85.4%、118.3%、184.7%，较当 2020 年产能翻番，截止 1H22 部分新产线投产，已累计生产宠物垫 5.40 亿片、生产宠物尿裤 0.38 亿片、生产无纺布 3542.6 吨，产能有序释放驱动业绩增长。4) 成本：公司具备主要原材料无纺布自主生产能力，有助于减少相关材料价格变化带来的盈利波动

◆**盈利预测与投资评级：**公司为宠物卫生用品领域制造龙头，卡位优质赛道，具备多方面领先优势。未来，公司成长驱动为：1) 外销随老客户增长、新客户扩展、产能有序释放持续增长，内销依托自主品牌及 ODM/OEM 客户开拓逐步贡献增量。2) 产品刚需属性强，成本传导较顺畅，随着提价逐步执行，盈利端有望持续修复。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.42 亿元、1.71 亿元、2.07 亿元，分别同比增长 24.7%、20.3%、20.9%。目前 (2022/9/15) 股价对应 22 年 PE 为 25X，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**原材料价格风险，客户集中风险，汇率风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,241	1,310	1,566	1,852	2,147
增长率 YoY %	20.8%	5.6%	19.5%	18.3%	15.9%
归属母公司净利润 (百万元)	194	114	142	171	207
增长率 YoY%	82.2%	-41.3%	24.7%	20.3%	20.9%
毛利率%	26.0%	16.7%	15.8%	17.3%	17.8%
净资产收益率ROE%	27.3%	6.6%	7.9%	8.9%	10.1%
EPS(摊薄)(元)	1.47	0.86	1.08	1.30	1.57
市盈率 P/E(倍)	18.11	30.86	24.75	20.57	17.01
市净率 P/B(倍)	4.94	2.04	1.95	1.84	1.71

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年09月15日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、依依股份：国内宠物护理领域第一股	7
1.1 公司简介：国内领先宠物卫生用品生产商	7
1.2 海外需求稳健，收入盈利恢复高增	8
二、宠物用品行业：兼具成长性与刚需性的优质赛道	10
2.1 海外：养宠消费刚需，渠道集中度高	10
2.2 国内：行业处于快速发展期，宠物用品空间广阔	13
三、公司业务：内外销并进，客户+产能+效率优势领先	16
3.1 外销客户持续扩展，内销自主品牌+ODM/OEM 双轮驱动	16
3.2 研发驱动产品持续升级	18
3.3 产能稳步释放，募投项目带动产能翻番	20
3.4 原材料自主布局，打造成本优势	21
四、盈利预测与估值	24
五、风险因素	26

表目录

表 1：公司主要大客户情况	17
表 2：公司募投产能建设情况	21
表 3：公司收入预测简表	24
表 4：公司盈利预测简表	24
表 5：公司相对估值表	25

图目录

图 1：依依股份发展历程	7
图 2：公司主要产品示意图与 2021 年收入占比情况	8
图 3：公司业务以向美国、日本外销为主	8
图 4：2017-1H22 公司营业收入	8
图 5：2017-1H22 公司归母净利润	8
图 6：公司 2Q22 收入恢复快速增长	9
图 7：公司 2Q22 归母净利润恢复快速增长	9
图 8：公司 1H22 毛利率、净利率仍处在低位	9
图 9：2Q22 公司毛利率、净利率显著环比向上	9
图 10：公司期间费用率稳定	9
图 11：公司现金流情况健康	9
图 12：预计 2021-2027 年全球宠物用品规模 CAGR 为 7%	10
图 13：2021 年美国与西欧为宠物用品主要消费地区	10
图 14：美国宠物行业产业结构（十亿美元）	11
图 15：预计 2021-2027 年美国宠物用品规模 CAGR 为 4.3%	11
图 16：2020 年美国家庭宠物渗透率达 70%	11
图 17：美国单宠（犬与猫）消费金额逐年提升	11
图 18：预计 2021-2027 年西欧宠物用品规模 CAGR 为 7.6%	12
图 19：欧洲单宠消费金额持续增长	12
图 20：预计 2021-2027 年西欧宠物用品规模 CAGR 为 3.5%	12
图 21：日本单宠消费金额较高	12
图 22：美国、欧洲与日本宠物用品销售渠道分布	13
图 23：美国宠物专营零售店集中度较高	13
图 24：2021 年中国宠物行业产业结构	13
图 25：预计 2021-2027 年我国宠物用品规模 CAGR 达 12.6%	13
图 26：2020 年我国家庭平均宠物数量为 0.39 只	14
图 27：我国城镇宠物猫狗数量稳步提升	14
图 28：我国宠物用品单宠消费金额	14
图 29：我国养宠人群中月收入在 15000 元以上的占比达 72%	14
图 30：我国宠物用品销售按渠道划分变化情况	14
图 31：我国宠物用品渠道分布主要为宠物用品店和电商	14
图 32：我国宠物用品行业集中度较低（%）	15
图 33：2021 年我国宠物用品竞争格局	15
图 34：同类公司外销金额占国内海关同类产品出口额的比例	15
图 35：我国海关同类产品出口额累计同比增长保持稳健	15

图 36: 2017-2021 年公司外销收入 CAGR 为 17.6%	16
图 37: 2017-2020 年公司外销分地区收入结构	16
图 38: 公司境外销售按销售渠道划分	17
图 39: 公司大客户销售占比情况	17
图 40: 公司境内销售按销售渠道划分	18
图 41: 公司内销按销售模式划分 (百万元)	18
图 42: 公司境内销售按销售渠道划分	18
图 43: 乐事宠天猫旗舰店示意图	18
图 44: 公司主要产品结构以宠物一次性卫生护理用品为主	19
图 45: 公司宠物一次性卫生护理用品主要为宠物垫	19
图 46: 公司宠物一次性卫生护理用品板块收入快速增长	19
图 47: 公司主要产品销售单价情况	19
图 48: 公司宠物垫产品价格梯度	19
图 49: 公司研发费用率提升	20
图 50: 公司部分研发专利	20
图 51: 公司当前产能利用率较高	21
图 52: 预计公司募投项目完全达产后新增产能翻番	21
图 53: 公司分产品毛利率情况	22
图 54: 公司主要原材料构成	22
图 55: 木浆价格年内涨幅维持高位	22
图 56: 聚丙烯价格高位震荡	22
图 57: 公司毛绒浆外销与自用情况	23
图 58: 公司分产品毛利率情况	23

投资聚焦

投资逻辑:

宠物护理用品第一股，出口份额领先。公司深耕行业 20 余年，始终专注宠物卫生护理领域细分赛道，主要以 ODM/OEM 模式向海外出口宠物一次性卫生用品产品，目前外销业务比重超九成，核心产品为宠物垫，主要客户包括美国、日本等国大型商场、宠物专营店与电商，1H22 公司外销额占同类品出口金额的约 38.9%，市占率持续提升。1H22 公司实现收入 7.31 亿元，同比增长 27.6%，其中公司核心业务宠物一次性卫生护理用品收入 7 亿元，同比增长 32.01%，主要由于公司宠物尿垫、宠物尿裤产品产能释放、成功拓展南美洲/欧洲/亚洲市场驱动；2Q22 公司业绩恢复高增长，Q2 收入、归母净利润分别同比增长 43.7%、73.4%；展望下半年，我们认为，宠物垫作为一次性刚需快消品，海外需求稳定性强，随着近期提价逐步执行，盈利端有望持续修复。

宠物用品行业兼具成长性与刚需性，海外稳健，国内快速增长。1) 海外：2021 年全球宠物用品规模约 448 亿美元，Euromonitor 预计 2021-2027 年零售额 CAGR 约 7%，欧美为主要消费地区。其中美国为全球最大需求国，占全球零售额约 47%，美国家庭宠物渗透率 2020 年已达 70%，且我们测算，每只宠物每年的宠物用品消费额在 2021 年约 110 美元，宠物行业刚需属性强，产品具备持续升级提价动能。2) 国内：国内为全球宠物用品行业增长最快的地区之一，2021 年行业规模约 318 亿元，Euromonitor 预计未来将以 12.6% CAGR 持续扩容。我国宠物行业渗透率、单宠用品消费金额距离成熟市场仍有空间，量价齐升有望驱动行业保持高速增长。

客户+产品+产能+成本多方优势，公司成长路径清晰。公司作为全球宠物一次性用品行业龙头企业，在客户绑定、产品研发、产能规模、成本方面具备领先优势。1) 客户：海外宠物用品渠道集中度高，公司目前已覆盖 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO 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电商，客户合作稳定，CR5 维持在 50% 左右。2) 产品：公司具有千余款专属功能性产品，研发专利壁垒较高，有助于增强大客户粘性，同时公司持续进行新品研发，新产品价格较高，有助于提升公司整体产品售价。3) 产能：公司募投计划中的宠物垫、宠物尿裤、无纺布项目达产后公司预计分别新增产能 22.5 亿片、2.2 亿片、3.1 万吨，提升比例为 85.4%、118.3%、184.7%，较当 2020 年产能翻番，截止 1H22 部分新产线投产，已累计生产宠物垫 5.40 亿片、生产宠物尿裤 0.38 亿片、生产无纺布 3542.6 吨，产能有序释放驱动业绩增长。4) 成本：公司具备主要原材料无纺布自主生产能力，有助于减少相关材料价格变化带来的盈利波动。

盈利预测与投资评级：公司为宠物卫生用品领域制造龙头，卡位优质赛道，具备多方面领先优势。未来，公司成长驱动为：1) 外销随老客户增长、新客户扩展、产能有序释放持续增长，内销依托自主品牌及 ODM/OEM 客户开拓逐步贡献增量。2) 产品刚需属性强，成本传导较顺畅，随着提价逐步执行，盈利端有望持续修复。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.50 亿元、1.83 亿元、2.26 亿元，分别同比增长 31.7%、21.8%、23.7%。目前股价对应 22 年 PE 为 25X，首次覆盖给予“买入”评级。

一、依依股份：国内宠物护理领域第一股

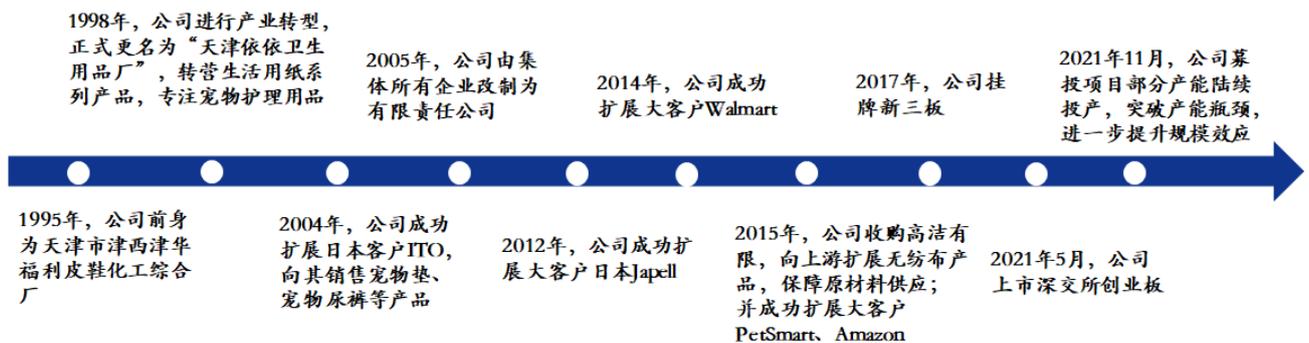
公司为国内卓越的卫生护理用品生产商之一，在宠物卫生护理用品及个人卫生护理用品的生产、销售方面积累了丰富的经验。主要以 ODM/OEM 模式向海外出口宠物一次性卫生用品产品，目前外销业务比重超九成，核心产品为宠物垫，主要客户包括美国、日本等国大型商场、宠物专营店与电商。2Q22 公司收入、利润均恢复高速增长，Q2 收入、归母净利润分别同比增长 43.7%、73.4%；展望下半年，我们认为，宠物垫作为一次性刚需快消品，海外需求稳定性强；随着近期提价逐步执行，盈利端有望持续修复。

1.1 公司简介：国内领先宠物卫生用品生产商

专注宠物卫生用品赛道，外销份额领先。公司深耕行业 20 余年，始终专注于“宠物卫生护理”领域细分赛道，坚持高质量、高标准、稳健发展的战略定位，凭借市场洞察力及较强的产品迭代研发创新能力，全力驱动宠物卫生护理产业的消费升级，着力提升宠物主“精细化、家人陪伴式”养宠的消费体验。公司主营业务以 ODM/OEM 为主，产品包括宠物卫生用品、无纺布与个人卫生用品。公司产品远销美国、日本、意大利、英国、巴西、韩国等 40 多个国家和地区。主要客户包括 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺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。根据我国海关出口数据，公司 22H1 销售额占同类产品出口金额约 38%，出口份额稳步提升，市占率领先。

公司前身成立于 1995 年，为天津市津西津华福利皮鞋化工综合厂，1998 年公司更名为天津依依卫生用品厂，经营范围为生活用纸系列产品，开始进入宠物卫生用品行业；2005 年公司经过改制成为有限责任公司，并于 2015 年收购高洁有限公司，扩展重要原材料无纺布的生产供应；公司 2017 年在新三板挂牌上市，并于 2021 年正式登陆 A 股。

图 1：依依股份发展历程

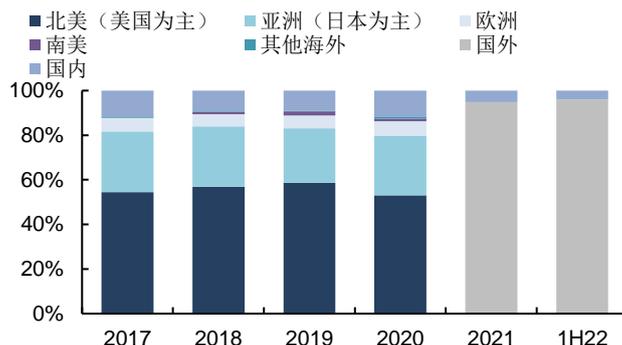


资料来源：公司官网，招股说明书，信达证券研发中心

宠物垫为公司核心产品，外销占比超九成，主要销往美国、日本。公司主要产品包括宠物卫生用品、个人卫生用品与无纺布，2021 年三大产品占比分别约 95%、2%、3%，产品以宠物卫生用品为主；其中宠物卫生护理用品包括宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等产品，2021 年宠物垫、宠物尿裤收入占总收入比重分别约 89%、5.5%；个人卫生护理用品包括卫生巾、护理垫、纸尿裤、口罩等；无纺布为公司子公司高洁生产，用于自有产品生产或部分外销。2021 年公司外销、内销占比分别为 95%、5%。2020 年公司外销主要市场为美国、日本，销售占比分别达 50.7%、21.9%。

图 2: 公司主要产品示意图与 2021 年收入占比情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 3: 公司业务以向美国、日本外销为主


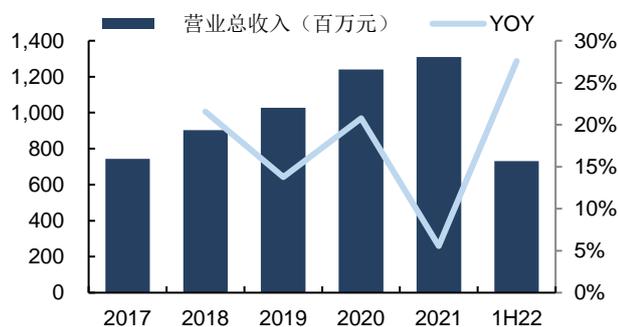
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 海外需求稳健, 收入盈利恢复高增

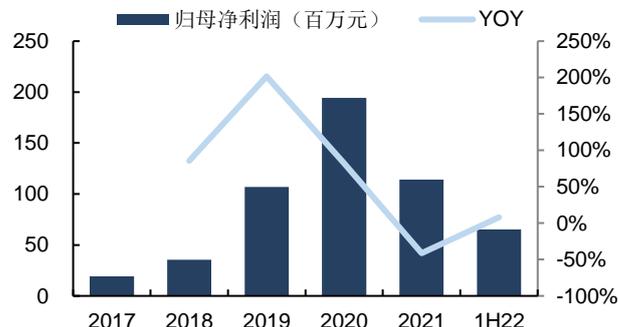
2017-2021 年公司营业收入 CAGR 为 15.22%, 1H22 客户扩展、产能释放驱动显著高增。

公司 2021 年实现收入 13.1 亿元, 同比增长 5.56%, 收入增长放缓, 其中公司核心业务宠物一次性卫生护理用品实现营业收入 12.4 亿元, 同比增长 14.5%, 总体收入增速下滑, 主要由于内销无纺布价格受国内疫情缓解下滑、自用提升等因素影响下滑幅度较大, 公司核心业务保持健康增长。1H22 公司实现收入 7.31 亿元, 同比增长 27.6%, 其中公司核心业务宠物一次性卫生护理用品收入 7 亿元, 同比增长 32.01%, 主要由于公司宠物尿垫、宠物尿裤产品产能释放, 公司大力拓展南美洲/欧洲/亚洲市场驱动, 同时在 21 年同期全球供应链受阻的较低基数下, 实现反弹增长。

2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 56.37%, 1H22 盈利修复。公司 2021 年实现归母净利润 1.14 亿元, 同比下降 41.3%, 主要由于原材料价格快速上涨、无纺布销售利润显著下滑所致。1H22 公司实现归母净利润 0.65 亿元, 同比增长 8.19%, 扣非归母净利润为 0.49 亿元, 同比下滑 18.3%, 非经常项目主要为政府补助与金融资产公允价值变动损益或投资收益。

图 4: 2017-1H22 公司营业收入


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 5: 2017-1H22 公司归母净利润


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

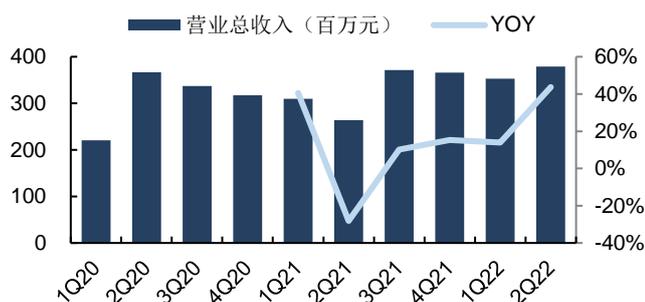
分季度看, 公司 2Q22 收入、利润呈现改善趋势, 产品海外需求持续, 提价执行盈利有望持续修复。Q2 实现收入 3.79 亿元, 同比增长 43.7%, 实现归母净利润 0.47 亿元, 同比增长 73.4%, 扣非归母净利润 0.34 亿元, 同比增长 25.8%。盈利能力方面, 公司 1H22 整体毛利率、净利率分别为 12.01%、8.93%, 分别同比-7.4pct、-1.6pct, 原材料成本压力下利

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>8

润率仍处于低位，虽然公司已针对原材料价格的持续上涨在 Q2 对部分客户的产品销售价格进行了上调，但调增后的价格为陆续执行，故对当期利润的影响相对有限。

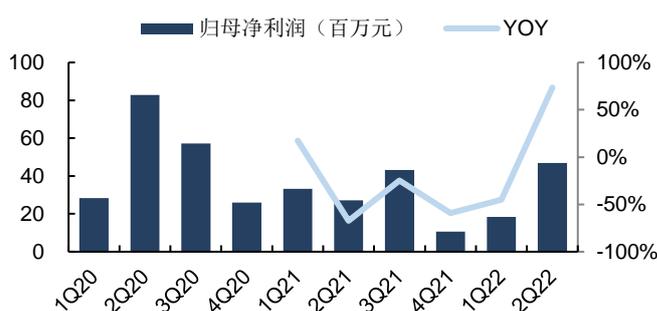
2Q22 利润率均呈现修复趋势，单 Q2 毛利率、净利率分别为 13.17%、12.41%，分别同比 -7.47pct、+2.12pct，毛利率环比实现修复，体现部分前期提价执行成果；净利率同比改善，主要由于汇兑收益与金融资产公允价值变动（主要为未到期理财产品与外币衍生品预期收益）。展望下半年，我们认为，宠物垫作为一次快刚需快消品，需求稳定性强；随着近期提价逐步执行，盈利端有望持续修复。

图 6: 公司 2Q22 收入恢复快速增长



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 7: 公司 2Q22 归母净利润恢复快速增长



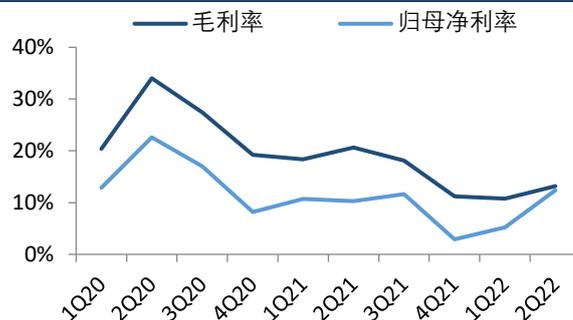
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 公司 1H22 毛利率、净利率仍处在低位



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 9: 2Q22 公司毛利率、净利率显著环比向上



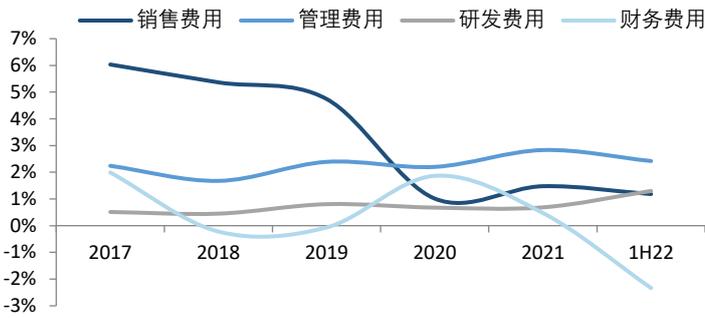
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司期间费用率稳定，财务费用受益汇兑收益，贡献增量利润。2017-2021 年公司期间费用率整体保持平稳。1H22 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.2%、2.4%、1.3%、-2.3%，分别同比变化-0.2pct、-0.4pct、+0.6pct、-2.5pct。其中 2020 年销售费用占比下降主要系执行新收入准则，将与商品相关的运输费用调整至营业成本所致；1H22 公司研发费用率增长主要由于公司持续进行新产品研发导致投入提升；财务费用率较上年同期显著下降，主要由于公司 1H22 实现汇兑收益 0.17 亿元（去年同期为汇兑损失 250 万元）。

公司整体现金流稳健。1H22 公司经营活动产生现金流为 0.61 亿元，同比提升 11%。其中 2021 年公司经营现金流净额同比下降较多，主要由于原材料价格上涨，购买商品、接受劳务支付的现金增加，而投资现金净流出较多，主要由于公司对暂时闲置募集资金进行现金管理及闲置自有资金购买理财产品增加所致。

图 10: 公司期间费用率稳定

图 11: 公司现金流情况健康



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、宠物用品行业：兼具成长性与刚需性的优质赛道

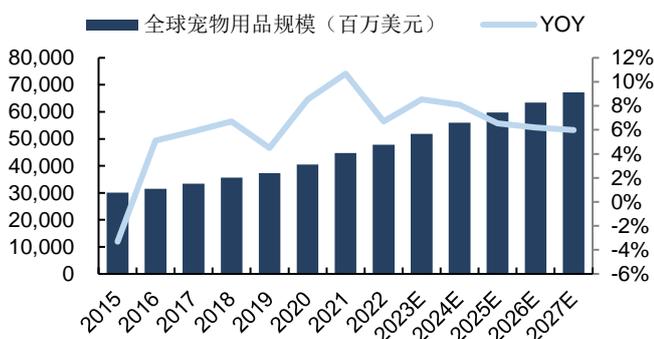
2021 年全球宠物用品规模约 448 亿美元，零售额年增速约 7%，主要需求国为欧美。其中美国为最大需求国，占全球零售额约 47%。美国家庭宠物渗透率 2020 年已达 70%，且我们测算，每只宠物每年宠物用品的消费额在 2021 年达 110 美元，产品具备持续升级提价功能。海外宠物用品销售渠道发展成熟，集中度高，以宠物专营店、电商、大型商超为主。

国内为全球宠物用品行业增长最快的地区之一，2021 年行业规模约 318 亿元，Euromonitor 预计未来将以 12.6% CAGR 持续扩容。我国宠物行业渗透率、消费金额仍有空间，行业有望保持量价齐升趋势。以宠物一次性卫生用品细分品类看，行业内公司以出口为主，大企业+长尾并存，竞争有限，格局向好，1H22 年公司外销额占同类品出口金额的 38.9%，市占率持续提升。

2.1 海外：养宠消费刚需，渠道集中度高

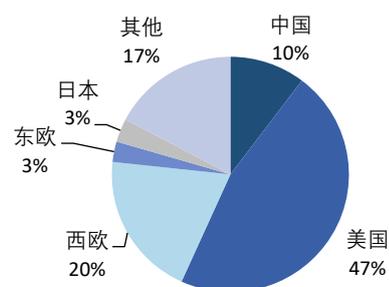
全球宠物用品行业保持快速增长趋势，发达国家为主要消费地区。宠物行业在欧美日等发达国家经历了 100 多年的发展，形成了宠物用品、宠物食品、宠物饲养、宠物医疗、宠物培训以及宠物保险等产品和服务组成的行业体系，已形成较为成熟的市场。根据 Euromonitor 统计，2021 年全球宠物用品（包含玩具、猫砂、宠物垫、宠物窝等各类产品）零售规模达 447.6 亿美元，2015-2021 年行业 CAGR 为 6.9%，Euromonitor 预计到 2027 年行业规模将达 672 亿美元，2021-2027 年 CAGR 预计为 7%。其中美国与西欧为全球宠物用品的主要消费地区，2021 年美国、西欧、中国的宠物用品零售额占比分别为 47%、20%、10%。

图 12：预计 2021-2027 年全球宠物用品规模 CAGR 为 7%



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

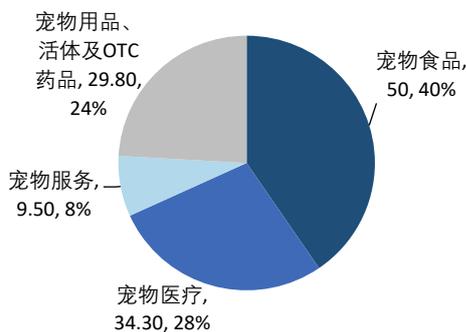
图 13：2021 年美国与西欧为宠物用品主要消费地区



资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

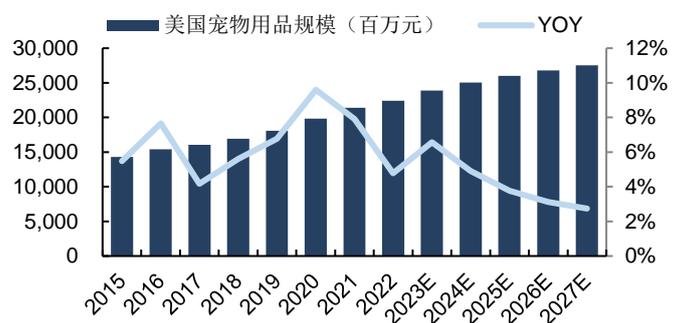
美国：为全球宠物市场最大需求国，宠物渗透率高，单宠消费均价提升为主要驱动。美国宠物行业发展历史悠久，目前已为成熟市场，其中宠物食品、宠物医疗及宠物用品/活体/OTC药品为主要细分行业，2021年规模占比分别为40%、28%、24%。从宠物用品行业规模看，根据Euromonitor统计，2021年美国宠物用品行业规模达214亿美元，2015-2021年行业CAGR为6.94%，预计2021-2027年美国宠物用品行业将以4.3%的CAGR持续增长至275.5亿美元。从渗透率看，根据Statista统计，2020年约70%的美国家庭都有一只宠物。从单宠消费金额看，猫与狗是美国家庭的主要宠物类型，按照IBIS统计2021年全美宠物犬与猫数量达194万只，美国宠物用品行业规模214亿美元估算，单只宠物年消费金额达110美元/只，且消费均价呈不断提升趋势，2016-2021年均价CAGR达4.43%，为行业规模增长的主要驱动。

图 14：美国宠物行业产业结构（十亿美元）



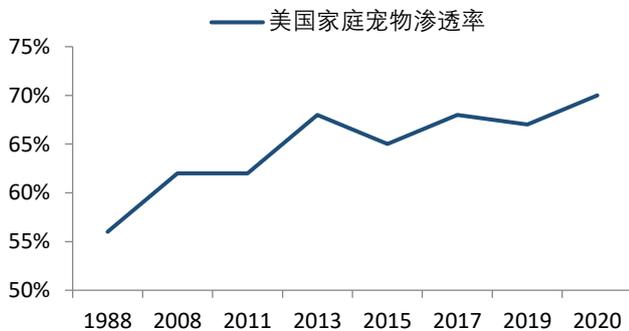
资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 15：预计 2021-2027 年美国宠物用品规模 CAGR 为 4.3%



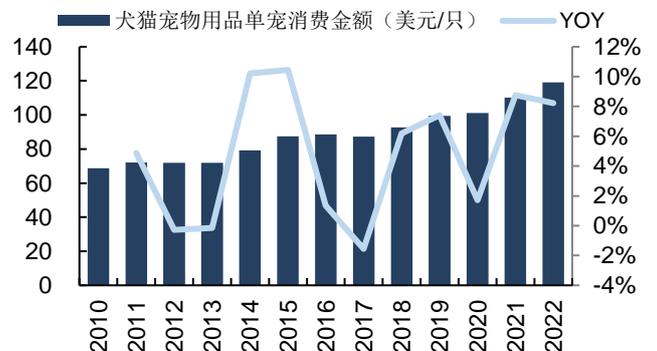
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 16：2020 年美国家庭宠物渗透率达 70%



资料来源：Statista，信达证券研发中心

图 17：美国单宠（犬与猫）消费金额逐年提升



资料来源：Euromonitor，IBIS，信达证券研发中心

欧洲：为全球第二大宠物消费市场，根据Euromonitor统计，2021年西欧宠物用品行业规模达92亿美元，2015-2021年行业CAGR为4.49%，预计2021-2027年西欧宠物用品行业将以7.6%的CAGR持续增长至142亿美元。从渗透率看，根据Statista统计，2020年欧洲约8800万户家庭拥有宠物，按照欧洲人口数量约7.4亿人，户均人数4人计，2020年欧洲宠物渗透率约46%。从单宠消费金额看，根据欧洲宠物食品工业联合会（FEDIAF）统计，2021年欧洲宠物犬数量为9295万只，宠物猫类数量1.1亿只，按照欧洲（含东欧与西欧）宠物用品市场规模约92亿美元计，2021年欧洲单宠消费金额约50.7美元/只。

图 18: 预计 2021-2027 年西欧宠物用品规模 CAGR 为 7.6%


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 19: 欧洲单宠消费金额持续增长


资料来源: Euromonitor, FEDIAF, Statista, 信达证券研发中心

日本: 消费者为宠物消费意愿强, 单宠消费金额较高。根据 Euromonitor 统计, 2021 年日本宠物用品行业规模达 2031 亿日元, 2015-2021 年行业 CAGR 为 3.2%, 预计 2021-2027 年日本宠物用品行业将以 3.5% 的 CAGR 持续增长至 2496 亿日元。由于日本人口密度较高, 公寓是最常见的住所, 因此体型小且适宜室内饲养的宠物占比较高, 室内饲养需选用更多更优质宠物卫生用品保持环境的清洁与舒适, 驱动如猫砂、尿垫、尿裤和厕所等用品需求保持持续增长。**从单宠消费金额看,**由于日本宠物具有老龄化趋势, 对更优质宠物用品需求强劲, 根据 Statista 统计 2021 年日本宠物狗、猫数量分别达 711 万只、895 万只, 按照 2021 年日本宠物用品行业规模 2031 亿日元(约 14.8 亿美元)计算, 单宠消费金额约 92.3 亿美元, 单宠消费额年增长约 3%。

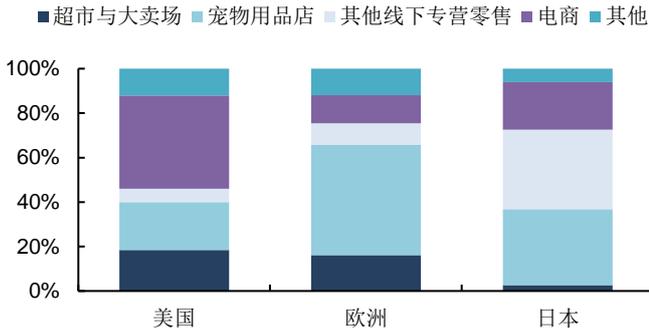
图 20: 预计 2021-2027 年西欧宠物用品规模 CAGR 为 3.5%


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

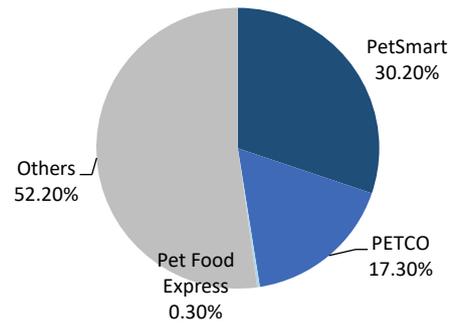
图 21: 日本单宠消费金额较高


资料来源: Euromonitor, Statista, 信达证券研发中心

渠道: 发达国家宠物用品市场成熟, 销售渠道集中度较高, 以大型商超、电商与专营店为主。根据 Euromonitor 统计, 2021 年美国宠物用品主要销售渠道为电商 (41.9%)、宠物用品专营店 (21.5%)、超市与大卖场 (18.5%); 欧洲主要渠道为宠物用品专营店 (49.5%)、超市与大卖场 (16.2%); 日本则主要为宠物用品专营店 (34.1%) 与其他线下专营渠道 (35.7%)。**美国市场中,** 1) 超市与卖场渠道: 主要为 Walmart、Target、Walgreens 等大型商超的宠物用品区域; 2) 宠物用品专营渠道: 主要为 PetSmart, Pets at home 等连锁宠物超市及宠物用品专卖店, 根据 Statista 数据, 2021 年在美国宠物专营渠道销售 CR2 为 47.5%, 集中度较高。3) 电商渠道: 主要为综合电商平台的宠物用品类的销售如亚马逊、垂直电商的宠物专门店如 Chewy、以及线下大型商超的线上商店, 例如沃尔玛的 jet.com 等。

图 22: 美国、欧洲与日本宠物用品销售渠道分布


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

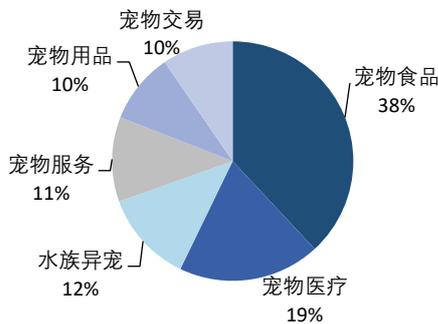
图 23: 美国宠物专营零售店集中度较高


资料来源: Statista, 信达证券研发中心

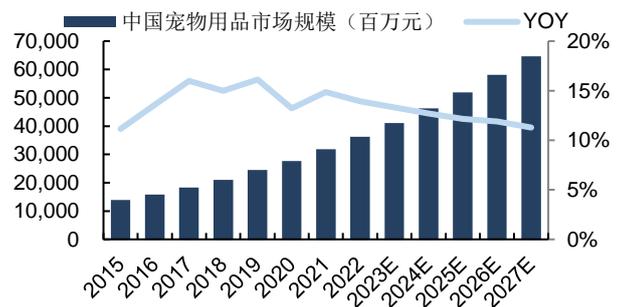
除上述终端渠道外, 宠物用品品牌批发商, 例如日本 JAPPELL、日本 ITO, 宠物品牌批发商亦有自己品牌的宠物用品, 其所批发的宠物用品均通过上述线上和线下两类渠道销售到最终消费者手中。整体上发达国家经过多年的经营积累和市场的优胜劣汰, 产品的市场集中度较高, 市场份额主要被大的国际品牌商所占据, 而小的生产厂商竞争能力较弱。

2.2 国内: 行业处于快速发展期, 宠物用品空间广阔

我国为全球增长最快的宠物用品消费市场之一, **Euromonitor** 预计未来行业 **CAGR** 达 **12.6%**。我国高宠物行业发展较晚, 随着我国人口结构及经济的发展, 人口老龄化加剧, 以及独生子女一代逐步成为消费主力, 逐渐增加的老人以及新一代年轻人更加崇尚独居自由生活, 对宠物的陪伴需求加大, 我国宠物行业正处在快速发展期。根据艾瑞咨询统计, 目前我国宠物行业中宠物食品、宠物医疗、宠物用品占比分别约 38%、19%、10%, 对比美国成熟宠物市场的细分产业结构, 宠物医疗与宠物用品细分行业具有持续扩容空间。**从宠物用品行业规模看**, 根据 Euromonitor 统计, 2021 年我国宠物用品市场规模达 318 亿元, 2015-2021 年 CAGR 达 14.79%, 预计 2021-2027 年行业将以 CAGR 12.55% 增长至 646 亿元。

图 24: 2021 年中国宠物行业产业结构


资料来源: 艾瑞咨询, 信达证券研发中心

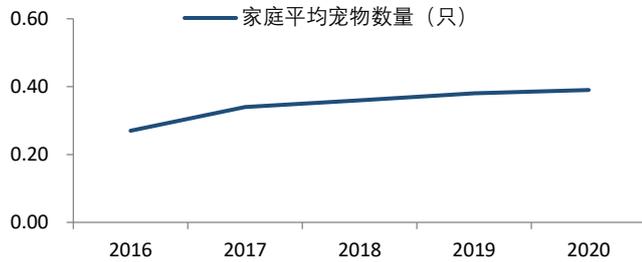
图 25: 预计 2021-2027 年我国宠物用品规模 CAGR 达 12.6%


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

我国宠物行业渗透率、消费金额仍有空间, 未来行业有望保持量价齐升趋势。从渗透率看, 根据 Statista 统计, 2020 年我国家庭平均宠物数量为 0.39 只, 即家庭宠物渗透率约达 39%, 对比美国、欧洲分别约 70%、50% 的渗透率仍有一定的提升空间。从数量看, 2021 年中国城镇宠物狗、宠物猫数量分别达 5400 万只、5800 万只, 合计达 1.1 亿只, 2017-2021 年宠物数量增长 CAGR 为 6.5%。从单宠消费金额看, 以 2021 年我国城镇宠物猫狗数量 1.1 亿只、宠物用品市场规模 318 亿元 (约 47 亿美元) 计算, 我国宠物用品的单宠消费金额为

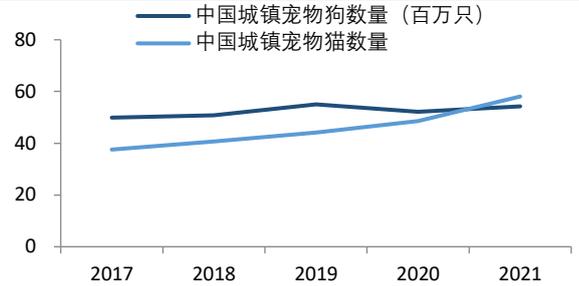
42.3 美元/只，对比美国、欧洲、日本分别约 110 美元/只、51 美元/只、92 亿美元/只的水平仍有显著提升空间；另外，根据艾媒咨询统计，我国养宠人群中月收入在 15000 元以上的占比达 72%，收入水平普遍较高，对宠物用品具有较强消费能力。

图 26: 2020 年我国家庭平均宠物数量为 0.39 只



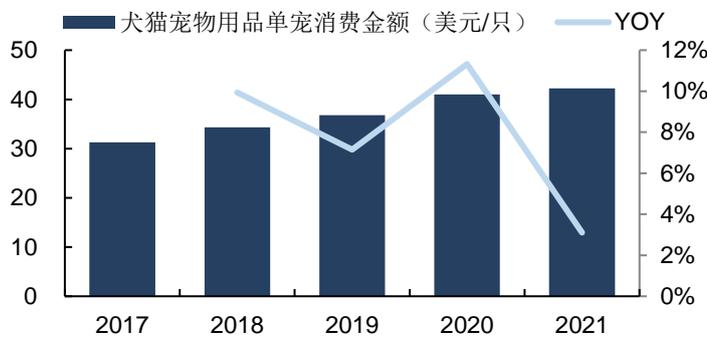
资料来源: Statista, 信达证券研发中心

图 27: 我国城镇宠物猫狗数量稳步提升



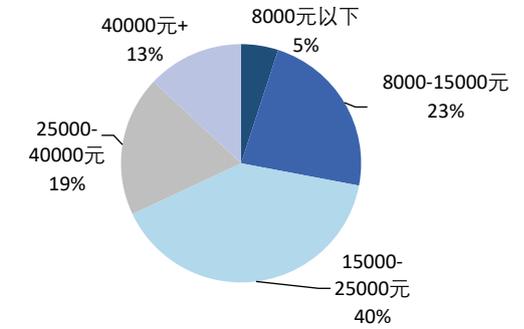
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 28: 我国宠物用品单宠消费金额



资料来源: Euromonitor, wind, 信达证券研发中心

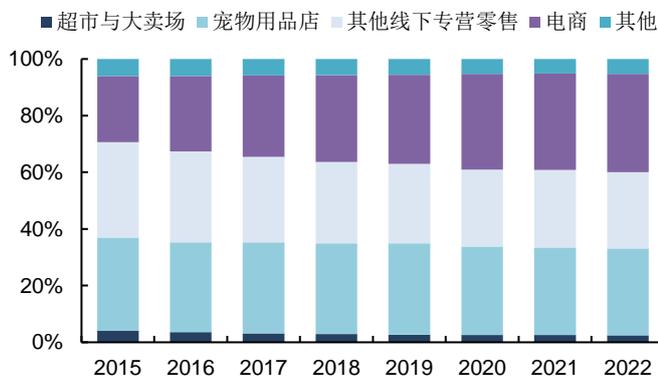
图 29: 我国养宠人群中月收入在 15000 元以上的占比达 72%



资料来源: 艾媒咨询, 信达证券研发中心

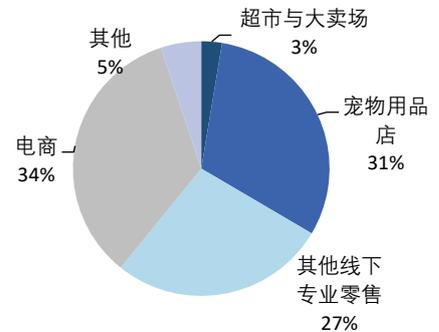
我国宠物用品销售渠道以线下专门零售和电商销售为主，线下分散，线上占比较高。根据 Euromonitor 统计，2021 年我国宠物用品渠道分布中，超市与卖场、宠物用品店、其他线下专业零售店、电商渠道各自占比分别为 3%、31%、27%、34%，由于我国宠物用品行业起步较晚，线下零售渠道还未成熟，存在布局分散、市场集中度低等问题，因此商场卖场渠道占比显著低于欧美国家；而我国电商发展领先于国际、电商渗透率高，广大饲养者已接受并习惯于网上购物。

图 30: 我国宠物用品销售按渠道划分变化情况



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

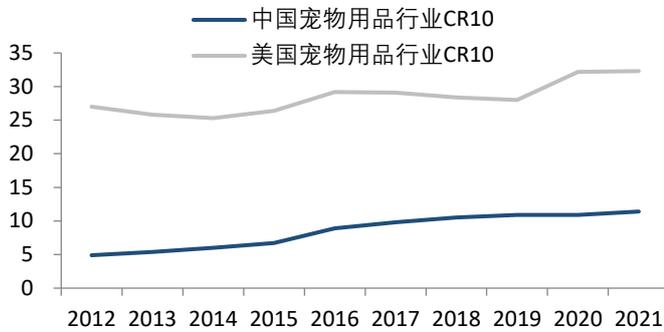
图 31: 我国宠物用品渠道分布主要为宠物用品店和电商



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

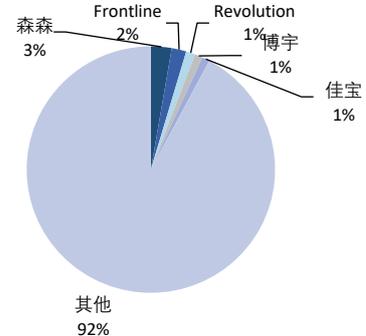
产品偏长尾属性，我国宠物用品行业集中度较低。2021 年宠物用品行业 CR10 为 11.4%，2021 年美国市场 CR10 为 32.3%。行业集中度较低的主要原因为宠物用品包含的 SKU 众多且偏长尾化。中国宠物用品行业起步较晚，目前仍处在快速成长期，且用品行业大多进入门槛低，众多中小品牌参与竞争，渠道格局以及品牌格局还未完全成型。

图 32: 我国宠物用品行业集中度较低 (%)



资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

图 33: 2021 年我国宠物用品竞争格局

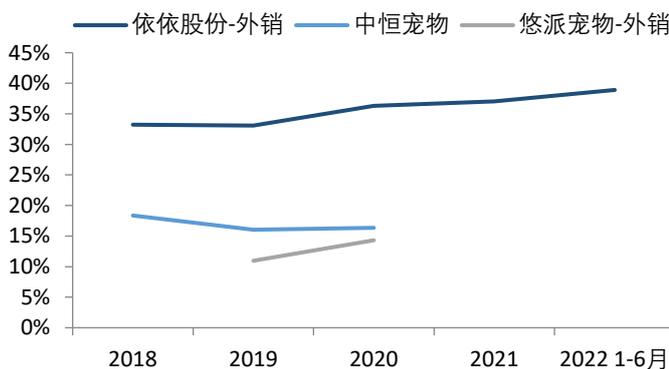


资料来源: Euromonitor, 信达证券研发中心

以宠物一次性卫生用品细分品类看，企业业务以出口为主，大企业+长尾并存，竞争有限，格局向好。我国宠物一次性卫生用品的行业市场集中度同样较低，大体可以分为品牌运营商、具有规模的生产制造商、小型作坊类生产厂商三个类型：1) 品牌运营商：与国外平台运营模式较为相似，不自建生产工厂而向供应链采购产品；2) 规模化企业：专业生产卫生用品的企业有依依、悠派和中恒宠物，多以出口业务为主；3) 其余多是小型生产企业，原因主要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。

公司公告显示，据中国海关统计数据，2018-1H22 依依股份宠物一次性卫生护理用品出口额占国内海关同类产品 (48189000) 出口额的比例分别为 33.22%、33.08%、36.33%、37.06%、38.9%，市场占有率水平较高，且呈现稳定增长态势，市场地位较为稳固，对比同类企业市场占有率排名领先。

图 34: 同类公司外销金额占国内海关同类产品出口额的比例



资料来源: 公司公告, wind, 信达证券研发中心

图 35: 我国海关同类产品出口额累计同比增长保持稳健



资料来源: wind, 信达证券研发中心

三、公司业务：内外销并进，客户+产能+效率优势领先

公司作为全球宠物一次性用品行业龙头企业，在客户绑定、产品研发、产能规模、成本方面具备领先优势。**1) 客户方面**，公司海外主要客户包括 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺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，客户渠道覆盖全面、与公司合作关系稳定。**2) 产品研发方面**，公司具有千余款专属功能性产品，研发专利壁垒较高，有助于增强大客户粘性，同时升级新品价格较高，有助于提升公司整体产品售价。**3) 产能方面**，公司募投计划中的宠物垫、宠物尿裤、无纺布项目达产后有望较现有产能翻倍，1H22 部分产能投产以显著驱动整体业绩增长。**4) 成本方面**，公司具备主要原材料无纺布自主生产能力，有助于减少相关材料价格变化带来的盈利波动。

3.1 外销客户持续扩展，内销自主品牌+ODM/OEM 双轮驱动

外销占比超九成，老客户持续增长与新客户开拓驱动 1H22 外销显著高增。当前公司外销业务占比超九成，2017-2021 年公司外销收入 CAGR 为 17.6%，1H22 公司外销实现收入 7.02 亿元，同比增长 32.34%，主要由于老客户需求和订单大幅增长以及海运对境外业务的影响较上年同期进一步缓解；另外，随着公司产能的进一步释放，公司大力拓展南美洲以及东南亚市场，市场拓展取得显著成效。2020 年公司经销销售结构以美国、日本为主，我们预计随着公司境外客户的持续扩展，其他地区亦有持续增长空间。

图 36: 2017-2021 年公司外销收入 CAGR 为 17.6%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

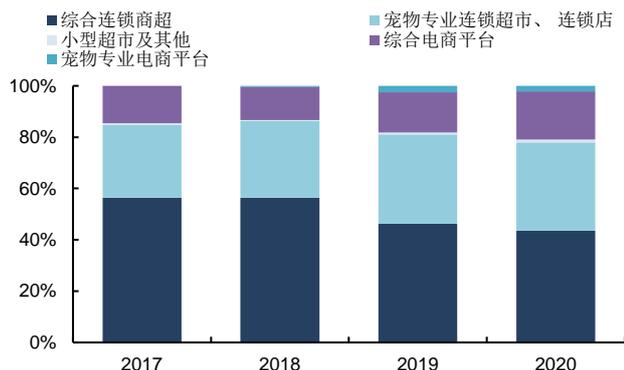
图 37: 2017-2020 年公司外销分地区收入结构



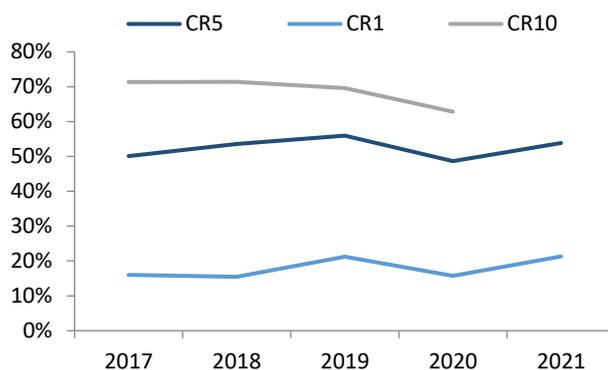
资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

客户销售全渠道覆盖，大客户合作关系稳定。海外宠物一次性卫生用品市场发展较成熟，大型宠物用品品牌运营商、商超和电商平台已树立了牢固的品牌形象，占据了大部分市场销售渠道。客户在供应商的选择上有着严苛的程序，包括经营资质、生产规模、技术水平、产品品质、货物交货周期等多个方面，对供应商能力要求较高。公司凭借其对于宠物卫生用品市场需求的敏锐观察及反应，过硬的产品品质，较强的综合生产管理成功切入大客户供应体系，并保持稳定合作关系。

公司国外主要采用 ODM/OEM 模式向大型宠物用品品牌运营商、商超和电商平台销售产品，少量产品以自有品牌模式向商超和电商平台销售，销售模式以经销为主。公司主要客户包括 PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺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，2017-2021 年公司前五名客户占比分别为 50%、54%、56%、49%、54% 保持基本稳定。

图 38: 公司境外销售按销售渠道划分


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 39: 公司大客户销售占比情况


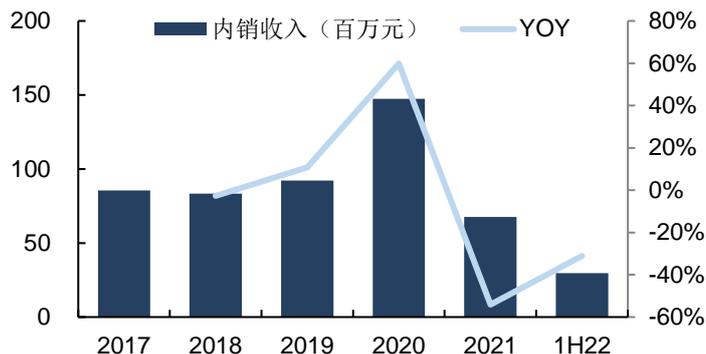
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 公司主要大客户情况

品牌图示	客户名称	首次合作时间	客户基本情况	销售产品类别	合作模式	所属销售渠道
	PETSMART HOME OFFICE, INC	2015. 11	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	宠物垫、宠物尿裤、其他宠物卫生护理用品	ODM/OEM	宠物连锁超市、连锁店
	CHEWY, INC	2018. 09	美国最大的宠物电子零售商	宠物垫、宠物尿裤	ODM/OEM	宠物电商平台
	AMAZON.COM SERVICES, INC.	2015. 01	全球化的网络零售商, 提供各类零售产品的网络平台销售	宠物垫、宠物尿裤	ODM/OEM	综合电商平台
	WAL-MART STORES, INC	2014. 02	主要从事零售业, 包括各种折扣店、超市、社区便利店等	宠物垫、宠物尿裤	ODM/OEM	综合连锁商超
	WALMART CANADA CORP	2014. 12		宠物垫、宠物尿裤、其他宠物卫生护理用品、护理垫	ODM/OEM	综合连锁商超
	JAPELL COMPANY, LTD.	2012. 04	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	宠物垫、宠物清洁袋	ODM/OEM	综合连锁商超
	ITO AND CO., LTD.	2004. 08	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	宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋	ODM/OEM	综合连锁商超

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司当前内销体量较小, 收入变化主要受自主品牌无纺布销售影响。其中 2020 年公司内销收入显著增长, 主要由于疫情影响下作为防疫物资原材料的无纺布自主品牌销售所致。1H22 公司内销实现收入 0.30 亿元, 同比下降 31.11%, 主要由于无纺布作为公司主要产品生产所需的原材料, 随着公司主要产品一次性宠物垫需求不断提升, 减少原材料无纺布的对外出售, 因此内销无纺布的收入较上年同期下降幅度较大。

图 40: 公司境内销售按销售渠道划分


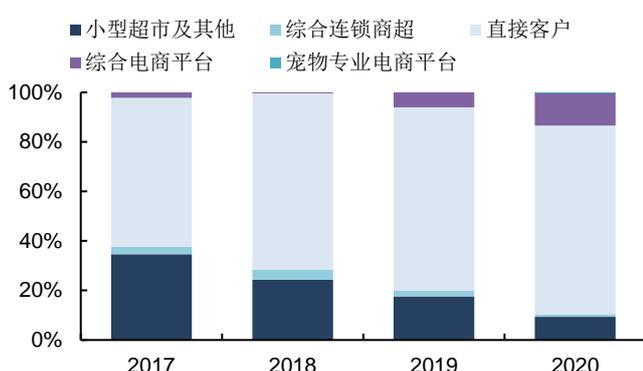
资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 41: 公司内销按销售模式划分 (百万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

持续推动内销宠物垫与个护用品的 ODM/OEM 与自主品牌销售。公司宠物卫生护理用品内销以 ODM/OEM 和自主品牌销售。1) **ODM/OEM**: 随着国内宠物市场的快速发展, 国内迅速成长了知名的宠物品牌运营商, 如“疯狂小狗”、“华元宠物”、“宠幸”等, 宠物品牌运营商一般通过综合电商平台如京东、天猫等来实现销售; 公司也以 ODM/OEM 方式向沃尔玛等商超销售个人一次性卫生护理产品。公司持续通过 ODM/OEM 的方式拓展国内宠物品牌运营商为重点客户, 进一步推动国内市场拓展。

2) **自主品牌**: 国内宠物一次性卫生护理用品市场起步较晚, 公司以自有品牌“乐事宠 (HUSHPET)”销售宠物尿垫、宠物尿裤、宠物清洁袋, 主要通过经销商、京东自营、天猫、抖音等进行销售; 以“多帮乐”、“爱梦园”销售护理垫, “依依”销售卫生巾和护垫, 主要通过经销商、天猫、京东销售。1H22 公司新设全资子公司一坪花房, 专门负责自主品牌的推广与销售, 经营宠物食品、用品的批发和零售, 持续推动内销品牌建设与销售推广。

图 42: 公司境内销售按销售渠道划分


资料来源: 招股说明书, 信达证券研发中心

图 43: 乐事宠天猫旗舰店示意图


资料来源: 淘宝天猫, 信达证券研发中心

3.2 研发驱动产品持续升级

公司产品结构以宠物一次性护理用品为主, 其中宠物垫为核心产品。公司宠物一次性护理用品收入占比保持在 90%以上, 其中细分产品类型宠物垫、宠物尿裤 1H22 分别占一次性宠物护理用品比重为 92%、7.4%。一次性个人卫生护理用品主要包括护理垫、卫生巾等产品, 该类产品国内整体市场竞争激烈, 收入体量不大。

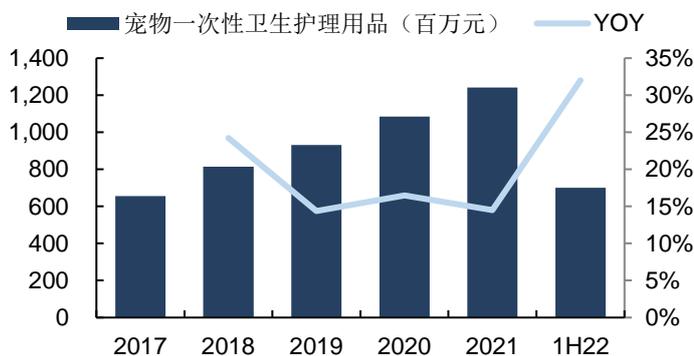
图 44: 公司主要产品结构以宠物一次性卫生护理用品为主


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

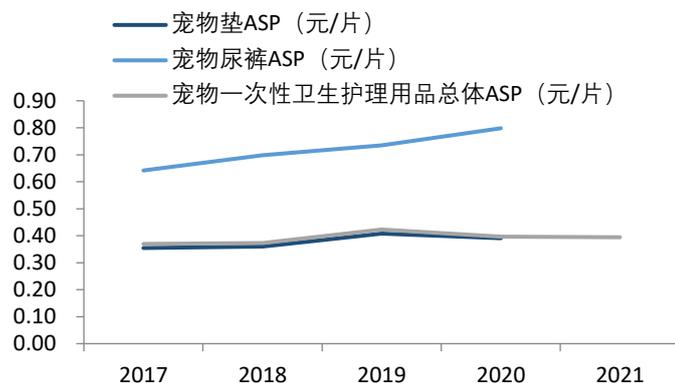
图 45: 公司宠物一次性卫生护理用品主要为宠物垫


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

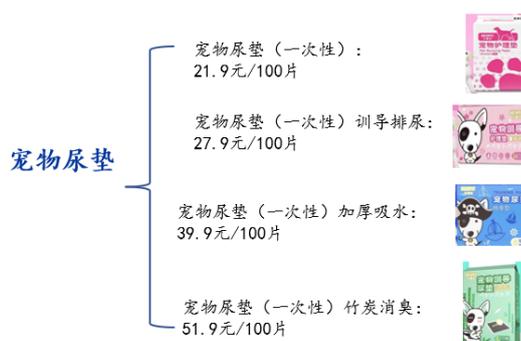
主业近年来保持快速增长, 产品持续升级优化价格体系。2017-2021 年公司主要产品宠物一次性卫生护理用品板块收入 CAGR 为 17.33%, 1H22 实现收入 7 亿元, 同比增长 32%, 增长势头良好。从产品销售单价看, 总体单价基本平稳在 0.4 元/片左右, 其中宠物尿裤品类单价较高。从公司天猫旗舰店产品定价情况看, 普通的吸水尿垫价格为 21.9 元/100 片。随着尿垫功能的提升, 如加厚吸水、竹炭消臭, 产品价格随之增长。

图 46: 公司宠物一次性卫生护理用品板块收入快速增长


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 47: 公司主要产品销售单价情况


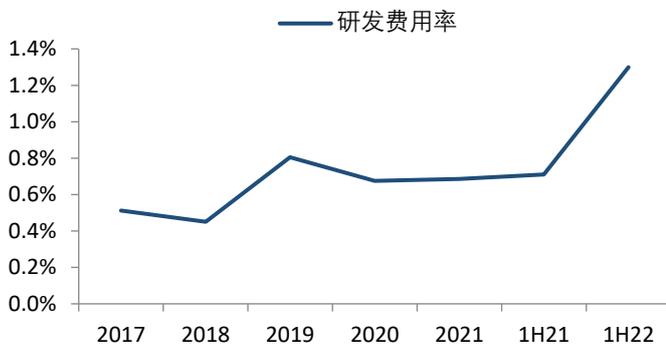
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 48: 公司宠物垫产品价格梯度


资料来源：乐事宠天猫旗舰店，信达证券研发中心

功能性产品研发专利壁垒较高，有助于增强大客户粘性。市场大部分产品处于较低端、同质化竞争，具有特定功能产品的研发技术壁垒较高，客户要求供应商具备产品研发设计能力，公司在不断满足不同地域、不同品牌商对应的最终消费群体对宠物垫的大小、薄厚、吸水性、环保性、功能性等方面不同需求的过程中，建立完善了自己的研发设计体系。**新产品研发方面**，公司与下游客户强强联合，形成“调研—试产—市场反馈—产品正式推介”的良性互动闭环，不断满足不同地域、不同品牌商对宠物卫生护理用品大小、薄厚、吸水性、环保性、功能性等方面不同需求；目前公司先后研发并成功向市场推介出具有固定贴、防滑、湿度显示、速干、竹炭、抗菌、防撕咬、添加除臭剂、诱导剂等多项具备专属性、功能性的宠物卫生护理用品千余种，构筑了完善的宠物卫生护理用品应用体系。**研发费用率方面**，公司持续加大研发投入进行新品扩展，1H22 公司研发费用率为 1.3%，同比+0.6pct。截止招股书签署日（2021 年 4 月），公司拥有 55 项专利权，除尿垫（天然本色抑菌环保未漂白）为外观设计专利外，其余全部为实用新型专利。

图 49：公司研发费用率提升



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 50：公司部分研发专利

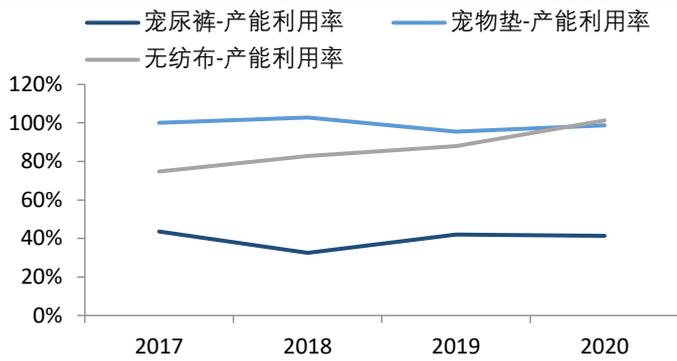
序号	专利权人	专利名称	专利号	专利申请日	期限	取得方式
1	依依股份	一次性手套湿巾	ZL 2015 2 0950727.6	2015/11/25	10 年	继受取得
2	依依股份	用于显示宠物健康状况的宠物尿垫和宠物尿垫包装盒	ZL 2015 2 0950728.0	2015/11/25	10 年	继受取得
3	依依股份	宠物尿垫盒抽	ZL 2015 2 0953266.8	2015/11/25	10 年	继受取得
4	依依股份	用于防泄漏的宠物尿垫和宠物尿垫包装盒	ZL 2015 2 0953733.7	2015/11/25	10 年	继受取得
5	依依股份	带有异味的宠物尿垫和宠物尿垫包装盒	ZL 2015 2 0953735.6	2015/11/25	10 年	继受取得
6	依依股份	防抓破及防渗透宠物尿垫	ZL 2016 2 0600683.9	2016/6/15	10 年	继受取得
7	依依股份	具有除臭功能的宠物尿垫	ZL 2016 2 0688553.5	2016/6/30	10 年	继受取得
8	依依股份	一种未漂白原生天然竹浆抑菌环保尿垫	ZL2019211735122	2019/7/24	10 年	原始取得

资料来源：招股说明书，信达证券研发中心

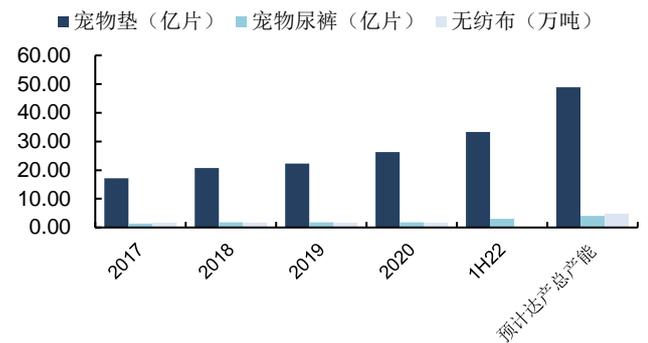
3.3 产能稳步释放，募投项目带动产能翻番

主要产品产能利用率饱和，募集资金项目有望带动产能翻番。2020 年公司主要产品宠物垫、无纺布产能利用率接近满产。IPO 募资新增产能以宠物垫为主，同时扩展无纺布。公司 IPO 募集资金净额 9.75 亿元，其中用于宠物垫、宠物尿裤、无纺布项目金额分别为 3.86 亿元、1.14 亿元、2.54 亿元，达产后公司预计分别新增产能 22.5 亿片、2.2 亿片、3.1 万吨，提升比例为 85.4%、118.3%、184.7%。

募投项目在河北扩建产线，根据公司公告，2021 年 11 月 1 日一期工程年产 7 亿片宠物垫项目和年产 1.2 亿片宠物尿裤项目，部分生产线已具备生产条件，正式进行投产，截止 1H22，部分生产线在陆续调试过程中，新投产的生产线累计生产宠物垫 5.40 亿片、生产宠物尿裤 0.38 亿片、生产无纺布 3542.6 吨，建设产能有序投产，驱动公司 1H22 整体收入实现 27.58% 同比增长。

图 51: 公司当前产能利用率较高


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 52: 预计公司募投项目完全达产后新增产能翻番


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 2: 公司募投产能建设情况

产品	现有产能 -2020 年	预计新增产 能	预计完成后 总产能	建设期	项目进度	项目收益
宠物垫 (亿片)	26.35	22.5	48.85	36 个月	2021 年 11 月 1 日一期工程年产 7 亿片宠物垫项目投产; 报告期内, 部分生产线在陆续调试过程中, 截止 1H22, 新投产的生产线累计生产宠物垫 5.40 亿片	本项目建成后, 预计年均新增销售收入约 8.5 亿元, 增加净利润 8,000 万元。
宠物尿裤 (亿片)	1.86	2.2	4.06	18 个月	2021 年 11 月 1 日一期工程年产 1.2 亿片宠物垫项目投产; 截止 1H22 生产宠物尿裤 0.38 亿片	本项目建成后, 预计年均新增销售收入约 1.2 亿元, 增加净利润约 2,700 万元。
无纺布 (万吨)	1.68	3.10	4.78	24 个月	截止 1H22 生产卫生护理材料 3,542.64 吨	本项目建成后, 预计年均新增销售收入约 3.7 亿元, 增加净利润约 4,000 万元。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

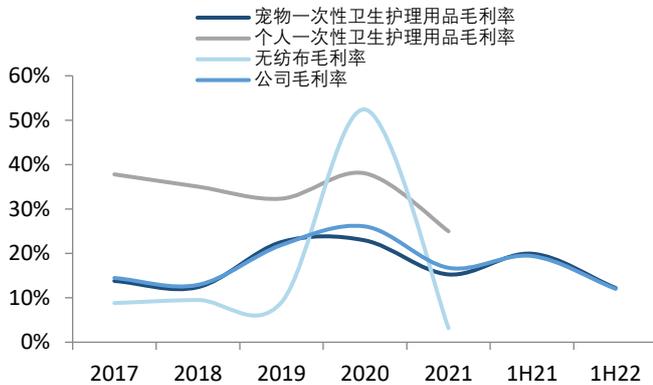
3.4 原材料自主布局, 打造成本优势

受原材料价格波动主要产品毛利率承压, 提价有望逐步将成本向下游传导。公司主营成本结构中, 直接材料占比超八成, 原材料价格变化对公司毛利率影响较大。1H22 公司实现毛利率 12.01%, 同比-7.4pct, 主要原材料绒毛浆 1H22 内平均采购价格较上年同期增长 32.96%, 主要原材料高分子平均采购单价较上年同期增长 22.66%, 导致产品成本大幅增加, 虽然公司已针对原材料价格的持续上涨在 Q2 对部分客户的产品销售价格进行了上调, 但调增后的价格是陆续开始执行的, 故对利润的影响相对有限。

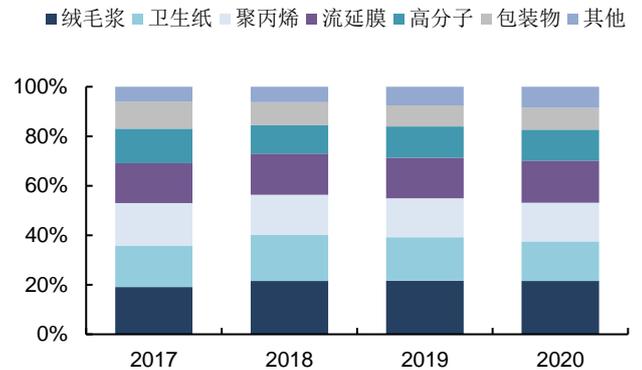
2020-2021 年公司无纺布产品毛利率波动较大, 主要由于 2020 年疫情爆发卫生防护类用品需求显著增长, 2021 年随着国内无纺布产能的提升及国内疫情的缓解, 无纺布价格大幅下降, 导致毛利率显著下滑。后续随着公司无纺布自用占比的提升, 对公司毛利率影响较小。

原材料上游供应商较为分散, 中游具备一定议价能力。宠物卫生用品生产商处于产业链的中游, 其上游原材料供应商主要为无纺布、高分子、绒毛浆、纸、流延膜包装等产品制造商,

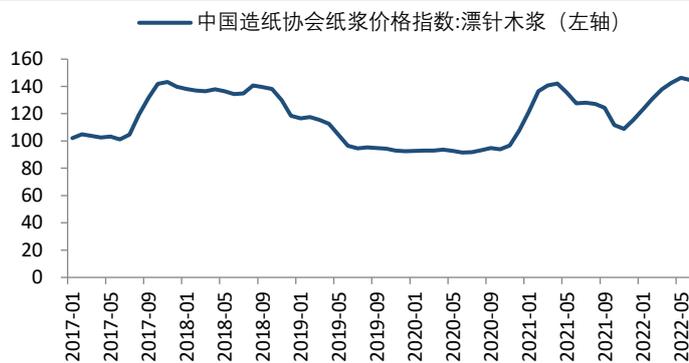
上游企业众多，竞争较为激烈，生产工艺较为成熟，原材料供应充足，因此单个制造商对本行业企业的生产经营的影响并不明显。2020 年公司主要原材料绒毛浆、卫生纸、聚丙烯、流延膜、高分子的采购额占比分别为 21.5%、16.0%、15.6%、17.1%、12.5%。其中，绒毛浆即漂针木浆属于大宗商品，受宏观经济环境的波动影响较大；公司与纸、流延膜的供应商具有长期的合作关系，因公司采购量较大，具有一定的议价能力；无纺布由全资子公司高洁有限生产，生产无纺布所需的原材料为聚丙烯。

图 53: 公司分产品毛利率情况


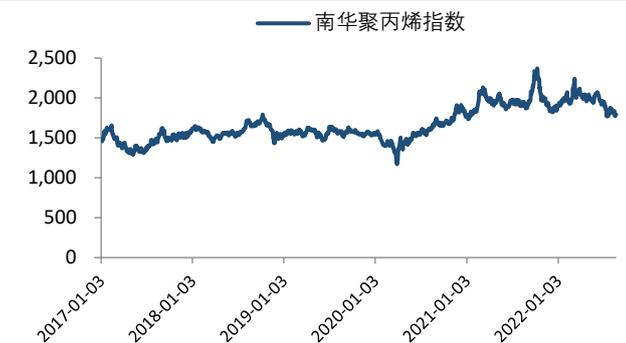
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 54: 公司主要原材料构成


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 55: 木浆价格年内涨幅维持高位


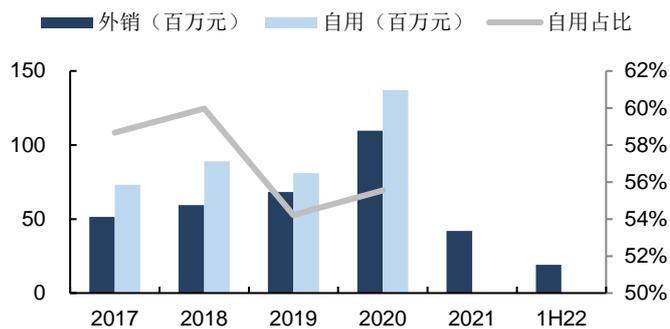
资料来源：wind，信达证券研发中心

图 56: 聚丙烯价格高位震荡


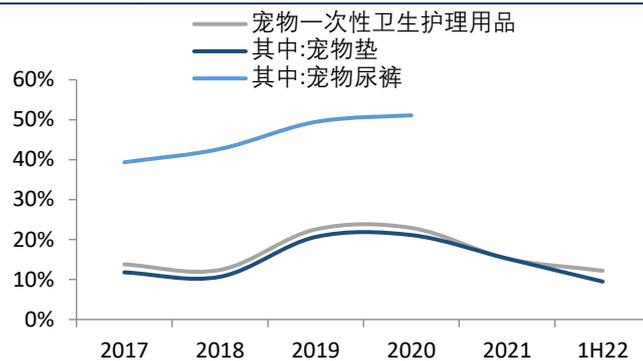
资料来源：wind，信达证券研发中心

无纺布自用比例提升，产业链延展保证成本波动可控。高洁有限生产的无纺布是公司生产一次性卫生护理用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。2017-2020 年公司无纺布自用率维持在 55%左右，2021-1H22 由于公司主要销售产品自身需求增长，减少无纺布对外出售。公司 2020 年无纺布产能 1.68 万吨，经上市筹资后计划增加产能 3.1 万吨，截止 1H22 新增产能已生产无纺布约 0.35 万吨。

产品结构优化，有望驱动毛利率上行。分品类来看，2020 年公司宠物一次性卫生护理用品中，宠物垫毛利率 21.13%，宠物尿裤为 51.10%，宠物尿裤毛利率显著较高，随着高毛利率的非宠物垫产品占比提升，有望驱动毛利率上行。

图 57: 公司毛绒浆外销与自用情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 58: 公司分产品毛利率情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

四、盈利预测与估值

盈利预测核心假设：1) 宠物一次性卫生护理用品：2022 年公司宠物一次性卫生护理用品受益海运改善，新老客户共同驱动增长，同时公司募投产能逐步释放，驱动板块营收增长较显著；我们预计 2023-2024 年保持 15-20%左右增长，其中宠物垫需求较为稳健，宠物尿裤作为升级产品增长势头较为迅速。2) 个人一次性卫生用品：我们预计由于国内竞争较为激烈，板块收入有所降低。3) 无纺布：我们预计随着自用比例提升，外销产品持续降低。4) 毛利率：2022 年公司主要原材料价格仍在高位，随着 22 年下半年起公司提价逐步执行，叠加高毛利宠物尿裤占比提升，我们预计 2023-2024 年公司毛利率持续改善。5) 期间费用率：我们预计 2022-2024 年公司费用情况基本稳定。

表 3：公司收入预测简表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
1、宠物一次性卫生护理用品	1,084.96	1,242.29	1,516.50	1,808.82	2,103.92
YOY	16.46%	14.50%	22.07%	19.28%	16.31%
1) 宠物垫	1,015.33	1,162.39	1,399.05	1,642.77	1,878.18
YOY	17.18%	14.48%	20.36%	17.42%	14.33%
2) 宠物尿裤	61.31	71.70	109.17	157.69	217.30
YOY	6.66%	16.96%	52.25%	44.45%	37.80%
3) 其他宠物一次性卫生护理用品	8.32	8.20	8.28	8.36	8.44
YOY	7.95%	-1.48%	1.00%	1.00%	1.00%
2、个人一次性卫生护理用品	43.83	24.99	19.99	16.99	16.99
YOY	69.89%	-42.99%	-20.00%	-15.00%	0.00%
3、无纺布	109.65	41.97	29.38	26.44	26.44
YOY	60.53%	-61.72%	-30.00%	-10.00%	0.00%
合计收入	1,241.00	1,310.00	1,565.87	1,852.25	2,147.35
YOY	20.76%	5.56%	19.53%	18.29%	15.93%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 4：公司盈利预测简表

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,028	1,241	1,310	1,566	1,852	2,147
%增长率	13.8%	20.8%	5.6%	19.5%	18.3%	15.9%
毛利	225	323	219	247	320	382
%毛利率	21.9%	26.0%	16.7%	15.8%	17.3%	17.8%
销售费用	49	13	19	22	26	30
%销售收入	4.7%	1.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	25	27	37	38	44	52
%销售收入	2.4%	2.2%	2.8%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	8	8	9	22	26	30
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	1.4%	1.4%	1.4%
财务费用	-1	23	6	-16	5	5
%销售收入	-0.1%	1.9%	0.5%	-1.0%	0.2%	0.2%
归属于母公司的净利润	107	194	114	142	171	207
%增长率		82.2%	-41.3%	24.7%	20.3%	20.9%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司为宠物卫生用品领域制造龙头，卡位优质赛道，具备多方面领先优势。未来，公司成长驱动为：1) 外销随老客户增长、新客户扩展、产能有序释放持续增长，内销依托自主品牌及 ODM/OEM 客户开拓逐步贡献增量。2) 产品刚需属性强，成本传导较顺畅，随着提价逐步执行，盈利端有望持续修复。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 1.42 亿元、1.71 亿元、2.07 亿元，分别同比增长 24.7%、20.3%、20.9%。目前（2022/9/15）股价对应 22 年 PE 为 25X，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 公司相对估值表

公司	股价 2022/9/15	— 归母净利 (亿元) —		— PE —		PB (MRQ)
		2022E	2023E	22PE	23PE	
中顺洁柔	11.3	574.3	723.0	25.9	20.6	3.0
百亚股份	11.0	215.7	266.2	21.9	17.8	4.0
豪悦护理	42.0	360.2	435.6	18.2	15.0	2.3
源飞宠物	31.1	207.5	251.2	20.4	16.9	6.3
中宠股份	26.4	168.7	243.3	46.0	31.9	4.1
佩蒂股份	22.4	160.5	207.3	35.3	27.4	3.3
平均				28.0	21.6	3.9
依依股份	26.7	141.8	171.4	24.8	20.5	2.0

资料来源: wind, 信达证券研发中心

五、风险因素

- 1、原材料价格波动风险: 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, 直接材料成本占公司主营业务成本的比例均在 80%以上。公司在与国际大型宠物用品品牌运营商、商超和电商平台等客户的合作过程中, 根据耗用的物料和人工情况, 结合报价时效内的主要原材料价格走势、汇率走势、客户性质、当地市场等综合因素, 通过竞标或价格协商形式向境外重点客户进行产品报价, 竞标或价格协商的确认结果作为产品销售的价格, 价格的有效期一般为一年。虽然当主要原材料价格、汇率等在短期内发生巨幅变动的情况下, 公司可以启动临时价格协商机制, 但如果上述主要原材料价格未来持续大幅波动, 公司将面临原材料价格波动带来的经营业绩波动风险, 可能会对公司经营业绩造成重大不利影响。
- 2、客户相对集中风险: 海外市场为公司主要的收入和利润来源, 以 ODM/OEM 模式为主。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, 公司前五名客户销售额占比较高, 公司产品销售较为集中。如果某一客户的采购政策发生重大变化或经营环境发生重大不利变化, 公司将面临无法及时调整客户结构而在短期内营业收入及利润下降的风险。
- 3、汇率风险: 公司出口业务主要使用美元作为结算货币, 随着美元兑人民币汇率的波动, 公司出口产品的盈利能力也会产生不确定性影响; 后续存在汇率大幅波动对公司经营业绩产生影响的风险, 可能会对公司经营业绩造成重大不利影响。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	399	1,214	1,149	1,305	1,441	
货币资金	56	219	327	209	470	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	205	281	198	368	288	
预付账款	17	20	13	15	18	
存货	108	173	120	220	172	
其他	13	522	492	493	493	
非流动资产	513	754	867	916	902	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合)	197	441	619	706	718	
无形资产	52	51	50	49	48	
其他	265	261	199	161	137	
资产总计	912	1,968	2,017	2,221	2,343	
流动负债	184	225	198	288	271	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	148	180	150	233	208	
其他	36	45	48	55	63	
非流动负债	17	17	17	17	17	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	17	17	17	17	17	
负债合计	200	242	215	306	289	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	712	1,725	1,802	1,916	2,054	
负债和股东权益	912	1,968	2,017	2,221	2,343	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,241	1,310	1,566	1,852	2,147	
同比(%)	20.8%	5.6%	19.5%	18.3%	15.9%	
归属母公司净利润	194	114	142	171	207	
同比(%)	82.2%	-41.3%	24.7%	20.3%	20.9%	
毛利率(%)	26.0%	16.7%	15.8%	17.3%	17.8%	
ROE%	27.3%	6.6%	7.9%	8.9%	10.1%	
EPS(摊薄)(元)	1.47	0.86	1.08	1.30	1.57	
P/E	18.11	30.86	24.75	20.57	17.01	
P/B	4.94	2.04	1.95	1.84	1.71	
EV/EBITDA	-0.19	22.62	13.06	10.39	8.15	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,241	1,310	1,566	1,852	2,147	
营业成本	918	1,091	1,319	1,532	1,765	
营业税金及附加	7	6	8	10	11	
销售费用	13	19	22	26	30	
管理费用	27	37	38	44	52	
研发费用	8	9	22	26	30	
财务费用	23	6	-16	5	5	
减值损失合计	-1	-1	0	0	0	
投资净收益	5	7	16	19	21	
其他	2	1	0	0	0	
营业利润	250	149	190	228	276	
营业外收支	7	0	0	0	0	
利润总额	257	149	190	228	276	
所得税	62	35	47	57	69	
净利润	194	114	142	171	207	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	194	114	142	171	207	
EBITDA	293	184	245	319	375	
EPS(当年)(元)	2.75	1.35	1.08	1.30	1.57	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	183	19	359	74	411	
净利润	194	114	142	171	207	
折旧摊销	25	36	87	105	116	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	-5	-7	-16	-19	-21	
营运资金变动	-34	-125	145	-183	109	
其它	3	0	0	0	0	
投资活动现金流	-203	-751	-185	-135	-81	
资本支出	-273	-249	-201	-154	-102	
长期投资	65	-508	0	0	0	
其他	5	6	16	19	21	
筹资活动现金流	-1	892	-66	-57	-68	
吸收投资	0	997	0	0	0	
借款	0	18	0	0	0	
支付利息或股息	0	-76	-66	-57	-68	
现金流净增加额	-27	163	108	-118	262	

研究团队简介

李宏鹏，经济学硕士，六年轻工制造行业研究经验，2015年8月入职招商证券研发中心轻工制造团队，团队获得2017年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业第4、第2、第3名，2018-2020年金牛奖轻工造纸行业最佳分析师。2022年加入信达证券。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sunrong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。