

依依股份 (001206.SZ) 买入 (上调评级)

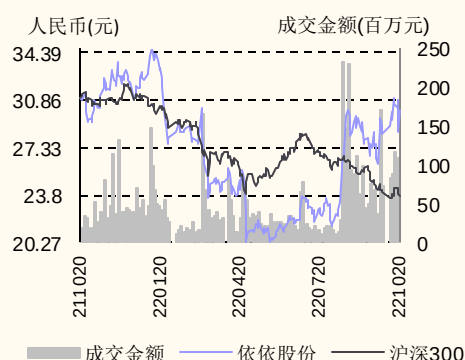
公司点评

市场价格 (人民币): 30.18 元

出口韧性彰显, 看好盈利持续修复

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	1.32
已上市流通 A 股(亿股)	0.83
总市值(亿元)	39.86
年内股价最高最低(元)	34.73/20.27
沪深 300 指数	3755
深证成指	10965



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	2,111
营业收入增长率	20.76%	5.56%	17.32%	16.77%	17.63%
归母净利润(百万元)	194	114	167	197	230
归母净利润增长率	82.16%	-41.33%	46.13%	18.38%	16.70%
摊薄每股收益(元)	2.749	1.209	1.767	2.092	2.441
每股经营性现金流净额	2.23	0.17	1.66	1.65	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.30%	6.61%	9.26%	10.36%	11.27%
P/E	N/A	38.37	17.08	14.43	12.36
P/B	N/A	2.54	1.58	1.49	1.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 10 月 20 日公司发布三季报, 前三季度实现营收 11.41 亿元, 同比+20.77%, 归母净利润 1.27 亿元, 同比+22.53%; 其中 3Q 营收 4.09 亿元, 同比+10.26%, 归母净利 0.61 亿元, 同比+42.6%, 业绩复合预期。

经营分析

- 高基数下尿垫出口稳健成长, 日本/美国大客户增长靓丽。由于去年受海运发货节奏影响, 2Q+3Q 营收合计 7.9 亿元 (+24.2%), 整体成长性表现较优, 主要受益于海外宠物尿垫渗透率稳步提升、格局向好以及部分大客户库存消化进入尾声, 海外在手订单充足, 亚马逊/ITO 前三季度营收增速超 70%/+20%, 沃尔玛/Pet Smart 等客户库存调整导致订单释放节奏略有扰动。
- 受益部原料价格下调, 毛利率环比修复, 汇率增厚利润。3Q 毛利率 15.3% (同比-2.88pct, 环比+2.08pct), 主要原因如下: ①原料端, 公司主要原材料 SAP 价格 9 月起有所下调, 进口绒毛浆、卫生纸价格仍处在高位; ②对下游客户提价 (3-5%) 基本落地, 23 年浆价下行预期下, 看好后续盈利弹性释放。受益人民币贬值, 3Q 财务费用/公允价值变动收益 (外汇掉期产品结算) 分别为 -2288/ 1443 万元。3Q 销售/管理&研发/财务费用率分别为 1.19%/4.25%/-5.59%, 同比+0.07/+1.31/-4.21pct, 净利率 15%(+3.4pct)。
- 产能释放支撑成长性, 看好利润修复弹性, 国内业务积极开拓探索。22/23 年公司尿垫产能有望达到 40/50 亿片规模, 公司凭借下游与大型优质客户深度绑定, 且产品结构不断优化, 看好后续成本压力缓解盈利能力提升。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、产能释放支撑成长性, 预测公司 22-24 年归母净利分别为 1.67、1.97、2.3 亿元, 同比+46%/+18%/+17%, 当前股价对应 PE 分别为 17、14、12 倍, 上调至“买入”评级。

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; 海外需求不确定性风险; 在建项目不能达到预期收益的风险; 汇率波动风险

相关报告

- 1.《短期盈利承压, 产品升级&内销开拓驱动成长-依依股份一季报点评》, 2022.4.26
- 2.《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 分析师 SAC 执业编号: S1130522080004
 yinxinyue@gjzq.com.cn

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S11305221120003
 xieliyuan@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,028	1,241	1,310	1,537	1,795	2,111
增长率		20.8%	5.6%	17.3%	16.8%	17.6%
主营业务成本	-802	-918	-1,091	-1,307	-1,441	-1,698
%销售收入	78.1%	74.0%	83.3%	85.0%	80.3%	80.4%
毛利	225	323	219	230	354	413
%销售收入	21.9%	26.0%	16.7%	15.0%	19.7%	19.6%
营业税金及附加	-6	-7	-6	-8	-9	-11
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-49	-13	-19	-22	-25	-30
%销售收入	4.7%	1.0%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-25	-27	-37	-46	-52	-61
%销售收入	2.4%	2.2%	2.8%	3.0%	2.9%	2.9%
研发费用	-8	-8	-9	-20	-18	-21
%销售收入	0.8%	0.7%	0.7%	1.3%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	138	268	148	135	250	290
%销售收入	13.4%	21.6%	11.3%	8.8%	13.9%	13.8%
财务费用	1	-23	-6	-39	-11	-8
%销售收入	-0.1%	1.9%	0.5%	2.5%	0.6%	0.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	30	0	0
投资收益	0	5	7	13	15	15
%税前利润	0.0%	1.9%	4.5%	5.9%	5.8%	4.9%
营业利润	139	250	149	216	257	300
营业利润率	13.5%	20.2%	11.4%	14.1%	14.3%	14.2%
营业外收支	2	7	0	3	3	3
税前利润	141	257	149	219	260	303
利润率	13.7%	20.7%	11.4%	14.3%	14.5%	14.4%
所得税	-34	-62	-35	-53	-62	-73
所得税率	24.1%	24.3%	23.6%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	107	194	114	167	197	230
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	107	194	114	167	197	230
净利率	10.4%	15.7%	8.7%	10.8%	11.0%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	107	194	114	167	197	230
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	1	36	52	64	81
非经营收益	4	-5	-9	-37	-5	-9
营运资金变动	-8	-34	-125	37	-38	-51
经营活动现金净流	104	158	16	219	218	251
资本开支	-41	-273	-249	-116	-187	-47
投资	-65	65	-508	-100	0	0
其他	0	5	6	13	15	15
投资活动现金净流	-106	-203	-751	-203	-172	-32
股权募资	143	0	997	1	0	0
债权募资	-77	0	0	215	-61	-79
其他	-19	-7	-102	-99	-104	-100
筹资活动现金净流	47	-7	894	117	-165	-179
现金净流量	45	-53	160	133	-119	41

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	112	56	219	351	232	272
应收款项	162	207	283	299	344	405
存货	86	108	173	168	186	219
其他流动资产	75	28	539	644	646	652
流动资产	435	399	1,214	1,462	1,408	1,547
%总资产	63.6%	43.7%	61.7%	64.1%	59.9%	62.9%
长期投资	1	1	44	44	44	44
固定资产	190	408	611	660	778	739
%总资产	27.8%	44.7%	31.1%	29.0%	33.1%	30.1%
无形资产	52	56	54	63	70	77
非流动资产	250	513	754	820	944	911
%总资产	36.4%	56.3%	38.3%	35.9%	40.1%	37.1%
资产总计	685	912	1,968	2,281	2,352	2,458
短期借款	2	0	4	235	173	94
应付款项	117	149	181	188	207	244
其他流动负债	31	35	39	56	63	74
流动负债	151	184	225	478	444	412
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	3	3	3
负债	167	200	242	481	447	415
普通股股东权益	518	712	1,725	1,800	1,905	2,043
其中：股本	71	71	94	132	132	132
未分配利润	161	343	370	445	550	687
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	685	912	1,968	2,281	2,352	2,458

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.509	2.749	1.209	1.767	2.092	2.441
每股净资产	7.319	10.067	18.291	19.084	20.196	21.657
每股经营现金净流	1.466	2.227	0.171	1.656	1.650	1.904
每股股利	0.000	0.000	0.700	0.700	0.700	0.700
回报率						
净资产收益率	20.62%	27.30%	6.61%	9.26%	10.36%	11.27%
总资产收益率	15.58%	21.32%	5.80%	7.31%	8.39%	9.37%
投入资本收益率	20.08%	28.45%	6.54%	5.03%	9.12%	10.32%
增长率						
主营业务收入增长率	13.76%	20.76%	5.56%	17.32%	16.77%	17.63%
EBIT增长率	208.40%	94.72%	-44.68%	-9.01%	85.08%	16.37%
净利润增长率	201.57%	82.16%	-41.33%	46.13%	18.38%	16.70%
总资产增长率	40.91%	33.15%	115.69%	15.94%	3.09%	4.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	53.6	67.7	70.0	69.0	69.0
存货周转天数	36.6	38.6	47.0	47.0	47.0	47.0
应付账款周转天数	40.0	47.0	54.8	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	66.5	57.9	123.0	123.7	113.6	100.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.89%	-8.04%	-39.54%	-39.65%	-34.42%	-37.95%
EBIT利息保障倍数	-203.5	11.6	23.9	-3.5	22.9	34.6
资产负债率	24.42%	21.92%	12.31%	21.08%	18.99%	16.88%

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	1	2	4	10	15
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.33	1.38	1.00

来源：朝阳永续

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
2	2022-04-26	增持	35.88	N/A

来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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