

依依股份 (001206.SZ) 宠物卫生护理用品领军者，盈利有望持续修复

2022年12月29日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

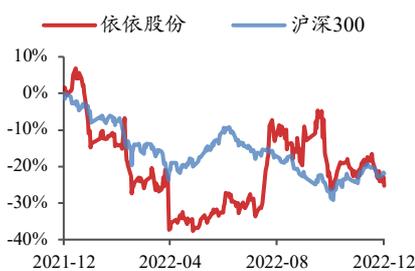
日期 2022/12/28

当前股价(元)	24.70
一年最高最低(元)	50.30/23.60
总市值(亿元)	33.81
流通市值(亿元)	21.29
总股本(亿股)	1.32
流通股本(亿股)	0.83
近3个月换手率(%)	155.76

● **宠物卫生护理用品领军者，盈利有望持续修复，首次覆盖给予“买入”评级**

国外宠物行业相对成熟，市场稳健扩容，国内宠物行业起步较晚，市场规模呈快速增长态势。依依股份是宠物卫生护理用品行业领军者，主要从事一次性卫生护理用品及无纺布的研产销，其中宠物卫生护理用品2021年收入占比95%以上，宠物尿垫等核心产品质量稳定，客户粘性较强，新增产能打开成长空间。短期伴随原材料价格下行以及产品提价落地，公司盈利能力有望持续修复，我们预计公司2022-2024年归母净利润为1.62/1.95/2.34亿元，对应EPS为1.23/1.48/1.77元，当前股价对应PE为19.8/16.5/13.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

股价走势图



数据来源：聚源

● **竞争优势：产品+客户+成本+产能优势突出**

公司具备较强的核心竞争力：（1）**产品**：20多年的生产经验让公司形成了较完善的产品质量控制体系，通过提升智能化、自动化水平构建成本优势，核心产品单位成本稳定在较低水平；公司加强研发，通过丰富产品种类、升级产品品质来增强客户粘性。（2）**客户**：公司目前已构建以美日欧大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台为主的客户资源体系，销售模式以ODM/OEM为主，主要客户包含美国PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本JAPPELL等，客户资源优质，同时海外客户的供应链进入门槛高，公司一旦成为合格供应商后较难被替换，供应链壁垒较高。（3）**产能**：2020年公司主营产品宠物垫的产能利用率为99%，2021年公司上市后实施募投项目，宠物垫/尿裤分别新增设计产能22.5/2.2亿片，未来新产能逐步释放保障营收增长。（4）**成本**：公司原材料产业链向上游延伸，自主生产无纺布利于供应链稳定性和成本控制。

● **成本下行叠加产品提价落地，盈利能力有望持续改善**

直接材料成本在主营业务成本占比80%以上，2021/2022H1毛利率分别同比-9.3pct/-7.4pct主因原材料均价增幅较大；2022Q3毛利率环比+2.1pct，净利率环比+2.6pct，伴随后续成本继续下行叠加产品提价落地，盈利有望持续改善。

● **风险提示**：原材料价格大幅波动、人民币汇率大幅波动、大客户订单减少。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,241	1,310	1,524	1,804	2,163
YOY(%)	20.8	5.6	16.4	18.4	19.9
归母净利润(百万元)	194	114	162	195	234
YOY(%)	82.2	-41.3	42.2	20.2	20.1
毛利率(%)	26.0	16.7	14.3	17.8	18.4
净利率(%)	15.7	8.7	10.6	10.8	10.8
ROE(%)	27.3	6.6	8.9	9.8	10.6
EPS(摊薄/元)	1.47	0.86	1.23	1.48	1.77
P/E(倍)	16.5	28.1	19.8	16.5	13.7
P/B(倍)	4.5	1.9	1.8	1.6	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 国内卓越的宠物卫生护理用品生产商	5
1.1、 发展历程：20 多年深耕成长为国内卓越的宠物卫生护理用品生产商	5
1.2、 财务分析：收入增长稳定，盈利逐步修复	6
1.3、 股权结构稳定，实控人为高氏父子	11
2、 行业：国外市场稳健扩容，国内市场集中度有提升空间	12
2.1、 国外：宠物行业相对成熟，市场稳健扩容	12
2.2、 国内：宠物市场呈现快速增长态势	13
2.3、 竞争格局：海外市场集中度较高，国内集中度较为分散	15
3、 公司看点：客户+成本+产能+产品优势突出	15
3.1、 客户资源优势：大客户优稳定优质，供应链壁垒较高	15
3.2、 直接材料成本占比高，自主生产无纺布利于供应链稳定和成本控制	17
3.3、 产能优势：募投项目打破产能瓶颈，多产品综合供应能力提升可期	18
3.4、 产品优势：质量稳定可靠，客户粘性较强	19
4、 盈利预测与投资建议	21
4.1、 关键假设	21
4.2、 相对估值	22
5、 风险提示	22
附：财务预测摘要	23

图表目录

图 1： 公司产品以宠物卫生护理用品为主	5
图 2： 深耕卫生护理用品 20 多年，成长为国内卓越的宠物卫生护理用品生产商	6
图 3： 2022Q1-Q3 公司收入同比+20.77%，提速明显	7
图 4： 2022Q1-Q3 公司归母净利润同比+22.53%	7
图 5： 2022Q3 公司收入同比+10.26%，增长稳健	7
图 6： 2022Q3 公司利润增速依然较快	7
图 7： 分品类看，宠物卫生护理用品为核心业务	8
图 8： 分地区看，公司收入来源主要来自境外	9
图 9： 毛利率受原材料价格波动影响大，2022Q1-Q3 毛利率承压	10
图 10： 公司整体控费能力较强，与大客户关系稳固带来较低的销售费用率	10
图 11： 受原材料价格影响，2021 年及 2022H1 公司盈利能力阶段性承压	11
图 12： 公司股权结构稳定，实控人为高氏父子	11
图 13： 2021 年美国宠物市场规模达到 1236 亿美元	12
图 14： 宠物用品+交易+非处方药的市场份额为 24%	12
图 15： 2020 年欧洲宠物用品市场份额为 21%	13
图 16： 2020 年欧洲宠物用品市场规模为 92 亿欧元（单位：亿欧元）	13
图 17： 2015-2021 年中国宠物行业处于快速发展期	14
图 18： 2015-2021 年国内人均 GDP 六年 CAGR 为 8.4%，保持稳健增长	14
图 19： 公司前 5/10 大客户销售额占同期收入的比例较高，客户相对比较集中	16
图 20： 公司原材料成本在主营业务成本中占比 80%以上	17
图 21： 公司原材料主要为绒毛浆、卫生纸、聚丙烯等	17
图 22： 2018-2022H1，公司研发费用率整体呈现上升趋势（单位：万元）	20

表 1: 分地区看, 以国外收入为主, 其中美日欧占比较大	8
表 2: 根据我们测算, 美国宠物尿垫 2024 年市场规模有望达到 121 亿元, 2022-2024 年 CAGR 为 20.4%	12
表 3: 公司大客户资源较为优质 (图中展示了公司前十大客户及其销售金额)	16
表 3: 2020 年公司宠物垫、无纺布的产能利用率和产销率均接近饱和	18
表 4: 公司通过募投项目打破产能瓶颈	19
表 5: 公司的主要供应商均为国内外知名的大型厂商	19
表 6: 公司研发实力较强, 已取得多项专利 (截止 2020 年公司已拥有 55 项专利权, 表中仅展示小部份)	21
表 7: 预计 2022-2024 年公司营业总收入为 15.24/18.04/21.63 亿元	21
表 8: 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 1.62/1.95/2.34 亿元, 对应 EPS 为 1.23/1.48/1.77 元	22

目 录

1、国内卓越的宠物卫生护理用品生产商	5
1.1、发展历程: 20 多年深耕成长为国内卓越的宠物卫生护理用品生产商	5
1.2、财务分析: 收入增长稳定, 盈利逐步修复	6
1.3、股权结构稳定, 实控人为高氏父子	11
2、行业: 国外市场稳健扩容, 国内市场集中度有提升空间	12
2.1、国外: 宠物行业相对成熟, 市场稳健扩容	12
2.2、国内: 宠物市场呈现快速增长态势	13
2.3、竞争格局: 海外市场集中度较高, 国内集中度较为分散	15
3、公司看点: 客户+成本+产能+产品优势突出	15
3.1、客户资源优势: 大客户优稳定优质, 供应链壁垒较高	15
3.2、直接材料成本占比高, 自主生产无纺布利于供应链稳定和成本控制	17
3.3、产能优势: 募投项目打破产能瓶颈, 多产品综合供应能力提升可期	18
3.4、产品优势: 质量稳定可靠, 客户粘性较强	19
4、盈利预测与投资建议	21
4.1、关键假设	21
4.2、相对估值	22
5、风险提示	22
附: 财务预测摘要	23

图表目录

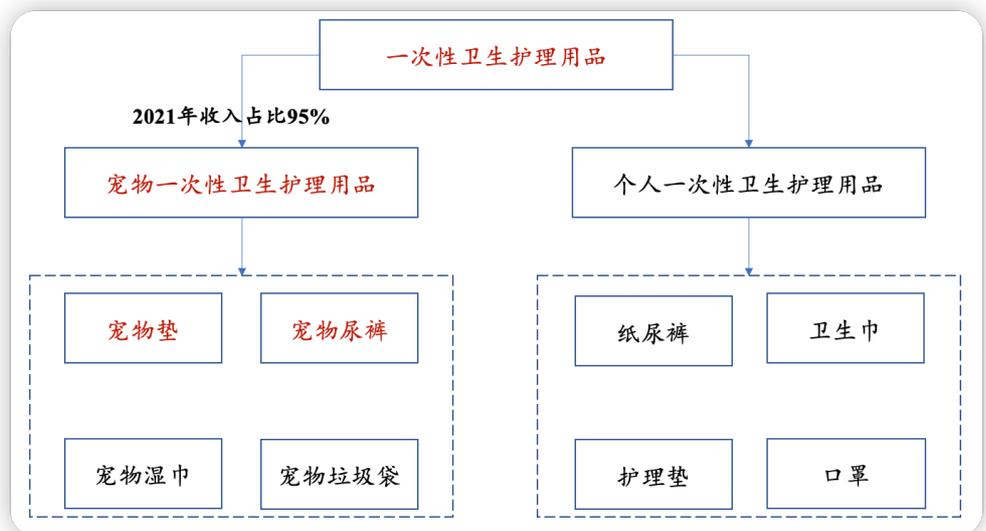
图 1: 公司产品以宠物卫生护理用品为主	5
图 2: 深耕卫生护理用品 20 多年, 成长为国内卓越的宠物卫生护理用品生产商	6
图 3: 2022Q1-Q3 公司收入同比+20.77%, 提速明显	7
图 4: 2022Q1-Q3 公司归母净利润同比+22.53%	7
图 5: 2022Q3 公司收入同比+10.26%, 增长稳健	7
图 6: 2022Q3 公司利润增速依然较快	7
图 7: 分品类看, 宠物卫生护理用品为核心业务	8
图 8: 分地区看, 公司收入来源主要来自境外	9
图 9: 毛利率受原材料价格波动影响大, 2022Q1-Q3 毛利率承压	10
图 10: 公司整体控费能力较强, 与大客户关系稳固带来较低的销售费用率	10
图 11: 受原材料价格影响, 2021 年及 2022H1 公司盈利能力阶段性承压	11

图 12: 公司股权结构稳定, 实控人为高氏父子	11
图 13: 2021 年美国宠物市场规模达到 1236 亿美元	12
图 14: 宠物用品+交易+非处方药的市场份额为 24%	12
图 15: 2020 年欧洲宠物用品市场份额为 21%	13
图 16: 2020 年欧洲宠物用品市场规模为 92 亿欧元 (单位: 亿欧元)	13
图 17: 2015-2021 年中国宠物行业处于快速发展期	14
图 18: 2015-2021 年国内人均 GDP 六年 CAGR 为 8.4%, 保持稳健增长	14
图 19: 公司前 5/10 大客户销售额占同期收入的比例较高, 客户相对比较集中	16
图 20: 公司原材料成本在主营业务成本中占比 80% 以上	17
图 21: 公司原材料主要为绒毛浆、卫生纸、聚丙烯等	17
图 22: 2018-2022H1, 公司研发费用率整体呈现上升趋势 (单位: 万元)	20
表 1: 分地区看, 以国外收入为主, 其中美日欧占比较大	8
表 2: 根据我们测算, 美国宠物尿垫 2024 年市场规模有望达到 121 亿元, 2022-2024 年 CAGR 为 20.4%	12
表 3: 公司大客户资源较为优质 (图中展示了公司前十大客户及其销售金额)	16
表 3: 2020 年公司宠物垫、无纺布的产能利用率和产销率均接近饱和	18
表 4: 公司通过募投项目打破产能瓶颈	19
表 5: 公司的主要供应商均为国内外知名的大型厂商	19
表 6: 公司研发实力较强, 已取得多项专利 (截止 2020 年公司已拥有 55 项专利权, 表中仅展示小部份)	21
表 7: 预计 2022-2024 年公司营业总收入为 15.24/18.04/21.63 亿元	21
表 8: 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 1.62/1.95/2.34 亿元, 对应 EPS 为 1.23/1.48/1.77 元	22

1、国内卓越的宠物卫生护理用品生产商

公司是国内卓越的宠物卫生护理用品生产商，前身天津市津西津华福利皮鞋化工综合厂成立于1990年，公司于2005年改制为有限责任公司，2021年登陆深交所主板，成为国内宠物护理用品第一股。公司主要从事一次性卫生护理用品及无纺布的研发、生产和销售，以出口代工为主，产品远销美国、日本、意大利、英国、巴西、韩国等几十个国家或地区，客户及合作品牌主要为美日欧等地大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台，包括PetSmart、Walmart、Amazon、Chewy、TARGET、日本佳蓓露、伊藤、山善等。其中，宠物一次性卫生护理用品为核心产品，2021年/2022H1在总收入中占比分别为94.8%/95.8%。

图1：公司产品以宠物卫生护理用品为主



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.1、发展历程：20多年深耕成长为国内卓越的宠物卫生护理用品生产商

根据公司组织形式、客户资源的不断完善和丰富，可将公司发展分为3个阶段：

(1) 初创探索期(1990-2005)：1990年4月，公司前身天津市津西津华福利皮鞋化工综合厂成立，并于1993年3月将企业名称变更为“天津市荣盛染料化工厂”，1998年3月再次将企业名称变更为“天津市依依卫生用品厂”，经营范围变更为“生活用纸系列产品”，标志着公司开始进入卫生护理用品领域。2004年8月公司与日本ITO客户展开首次合作，销售宠物垫等产品。2005年6月，依依卫生用品厂由集体所有制企业改制为有限责任公司。

(2) 产品定位期(2006-2016)：2009年之前产品以个人卫生护理用品为主，2009年之后公司产品开始转向以宠物卫生护理用品为主。2012年开拓了日本JAPPELL客户，2014年首次与Walmart合作。2015年10月，为降低成本及完善供应链，公司收购了无纺布生产企业高洁有限。同年开拓了PetSmart、Amazon、Walgreens等客户。2016年8月，公司完成股份制改造设立股份有限公司。

(3) 快速发展期(2017年至今)：2017年1月，依依股份在全国中小企业股份转让系统公开挂牌转让，成功登陆“新三板”(2019年终止挂牌)。2018-2020年期间，公司开拓了Chewy、Target等客户。2021年公司在深交所主板成功上市，并且年底

募投产能已开始陆续投产。公司在此期间快速发展，2021 年公司收入 13.1 亿元，相较 2016 年实现收入翻倍增长。

图2：深耕卫生护理用品 20 多年，成长为国内卓越的宠物卫生护理用品生产商



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

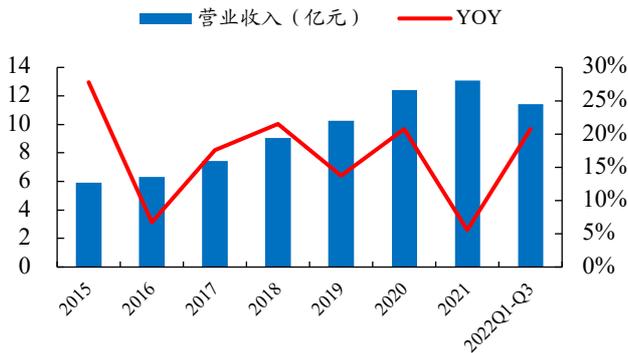
1.2、财务分析：收入增长稳定，盈利逐步修复

2020 年及之前公司收入利润快速增长，2021 年收入增速放缓，成本压力下盈利承压。2017-2020 年，公司营业收入由 7.43 亿元增至 12.41 亿元，CAGR 为 18.63%，整体保持较快增长；同期归母净利润由 0.19 亿元提升至 1.94 亿元，CAGR 为 116.80%，低基数下增长较快。2021 年公司收入 13.10 亿元（+5.56%），归母净利润 1.14 亿元（-41.33%），收入增速放缓，利润明显下滑主要系系统毛浆和卫生纸等原材料价格上涨、国内疫情缓解下无纺布价格大幅下降、国内业务的拓展带来更多的费用投放。

2022H1 收入和盈利双双修复。2022H1 公司实现营业收入 7.31 亿元（+27.58%），增长提速主要源于老客户订单快速增长以及新客户（南美洲、东南亚）订单开拓成效显著；归母净利润 0.65 亿元（+8.19%），扣非归母净利润 0.49 亿元（-18.27%），扣非业绩承压主要系核心原材料均价涨幅较大，非经常性损益主要为二季度人民币贬值带来的套期保值收益。分季度看，2022Q1/Q2 收入同比+13.87%/+43.69%，归母净利润同比-44.91%/+73.38%，扣非归母净利润同比-54.87%/+25.77%，二季度业绩环比改善明显主要受益于汇率贬值及公司提价部分落地。

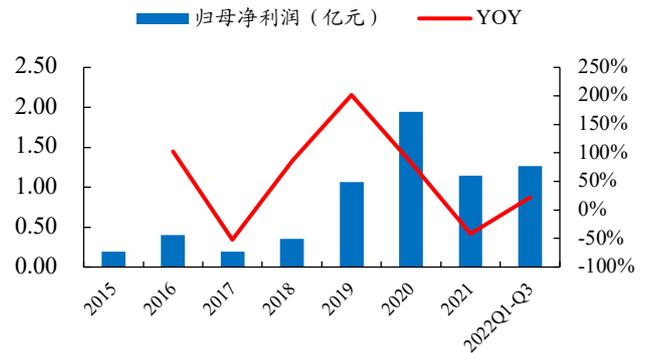
2022Q3 收入增长稳健，归母净利润大幅增长。2022Q1-Q3 公司实现营收 11.41 亿元（+20.77%），归母净利润 1.27 亿元（+22.53%），扣非归母净利润 0.94 亿元（-8.20%）。分季度看，2022Q3 公司实现营收 4.09 亿元（+10.26%），归母净利润 0.61 亿元（+42.60%），扣非归母净利润 0.45 亿元（+5.99%），单三季度收入增速环比放缓主要系 2021Q2 海运拥堵导致 3000 多万的货物后延到 2021Q3 发货，归母净利润大幅增长主要来自投资收益和人民币贬值下的公允价值变动收益。

图3: 2022Q1-Q3 公司收入同比+20.77%，提速明显



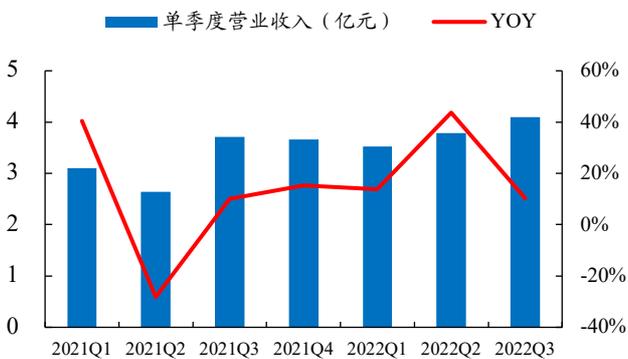
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2022Q1-Q3 公司归母净利润同比+22.53%



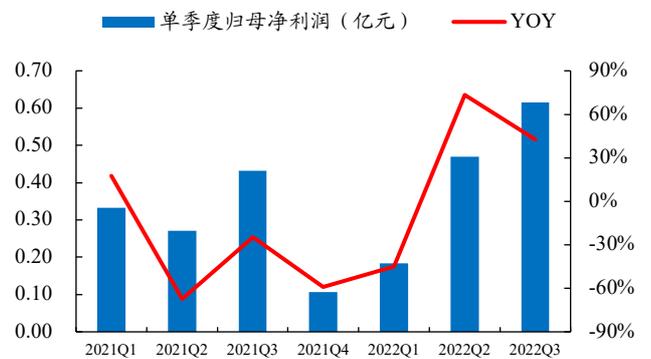
数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 2022Q3 公司收入同比+10.26%，增长稳健



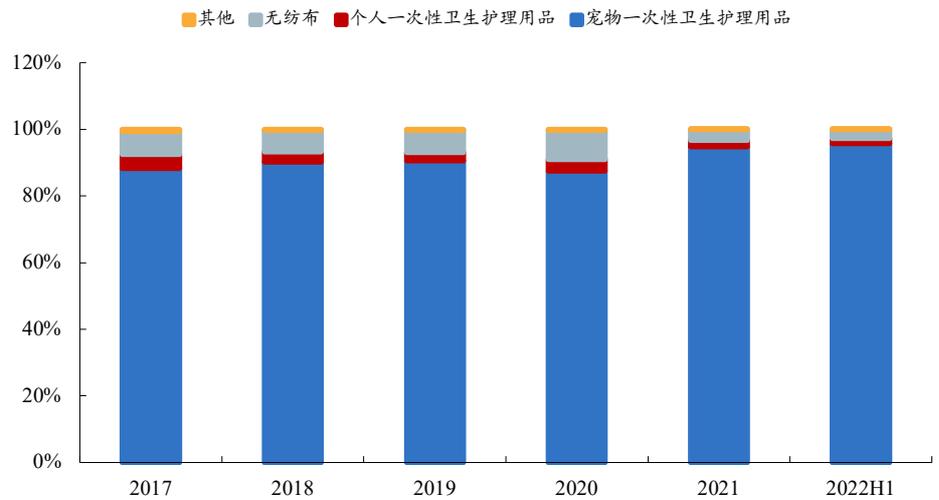
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2022Q3 公司利润增速依然较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

分品类看，宠物卫生护理用品为核心业务，主营宠物垫和宠物尿裤。2021年，公司宠物一次性卫生护理用品收入12.42亿元(+14.50%)，收入占比94.83%，占据主导地位，其中宠物垫/宠物尿裤收入贡献分别为88.73%/5.47%。同期，个人一次性卫生护理用品/无纺布营收分别为0.25亿元(-42.99%)/0.42亿元(-61.72%)，收入占比分别为1.91%/3.20%，其中无纺布收入体量明显下滑主要源于2021年无纺布价格下降明显，叠加2020年生产防疫物资带来高基数。2022H1公司宠物垫/宠物尿裤/个人一次性卫生用品/无纺布收入分别为6.50亿元(+30.46%)/0.52亿元(+62.71%)/0.11亿元(-19.62%)/0.19亿元(-31.70%)，收入占比分别为88.34%/7.07%/1.52%/2.61%，核心业务增长提速，其中宠物尿裤由于产能逐步释放增速尤为亮眼，预计下半年宠物垫和尿裤新产能的投放将为收入较快增长提供保障。

图7：分品类看，宠物卫生护理用品为核心业务


数据来源：Wind、开源证券研究所

分销售模式看，公司主要采用 ODM/OEM 模式向宠物品牌运营商、商超和电商平台进行销售，少部分产品以自有品牌进行销售。公宠物卫生护理产品主要以 ODM/OEM 销售，2021 年公司 ODM/OEM、经销、直销模式收入分别为 12.50/0.14/0.46 亿元，收入占比分别为 95.44%/1.06%/3.50%，ODM/OEM 模式占据绝对份额。卫生护理用品和无纺布主要以自主品牌销售，2020 年自主品牌收入占比 11.61%，占比较小，2021 年占比进一步缩减至 5% 以内。

分地区看，以国外收入为主，其中美日欧占比较大。由于公司主营出口代工业务，2017-2021 年国外收入占比稳定在 87% 以上，收入规模分别为 6.54/8.19/9.34/10.91/12.42 亿元。其中，美国、日本、欧洲地区占比较高，2020 年收入贡献分别为 50.66%/21.89%/6.38%。2020 年国内收入主要由无纺布销售构成，占比较低；随着国内宠物市场的快速发展，公司通过代工持续开拓国内宠物品牌运营商等客户，中长期有望带来较大的收入增量。

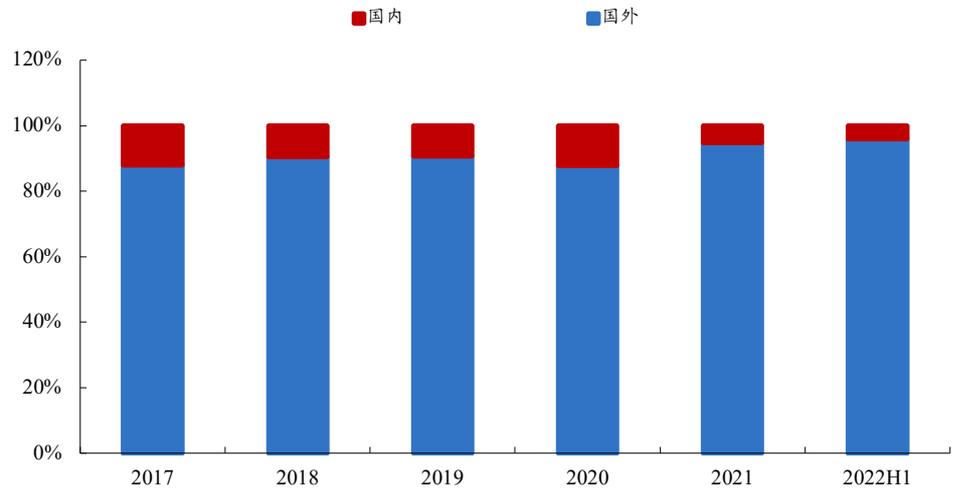
表1：分地区看，以国外收入为主，其中美日欧占比较大

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
北美地区	65,654.65	53.01%	60,173.13	58.66%	51,366.38	56.95%
其中:美国	62,738.43	50.66%	57,410.93	55.97%	49,114.64	54.46%
亚洲地区 (不含中国大陆)	33,184.62	26.80%	25,029.91	24.40%	24,304.28	26.95%
其中:日本	27,103.42	21.89%	22,625.65	22.06%	22,117.64	24.52%
欧洲地区	7,898.15	6.38%	5,844.59	5.70%	5,012.61	5.56%
南美地区	1,499.12	1.21%	1,931.66	1.88%	809.37	0.90%
其他地区	870.72	0.70%	374.09	0.36%	366.93	0.41%
境内	14,736.34	11.90%	9,218.86	8.99%	8,331.41	9.24%

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度		
合计	\	123,843.60	100.00%	102,572.24	100.00%	90,190.98	100.00%

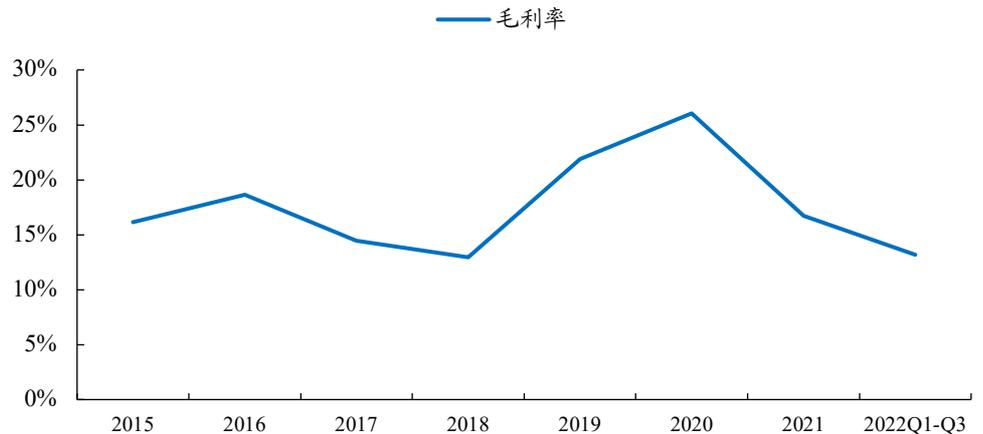
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：分地区看，公司收入来源主要来自境外



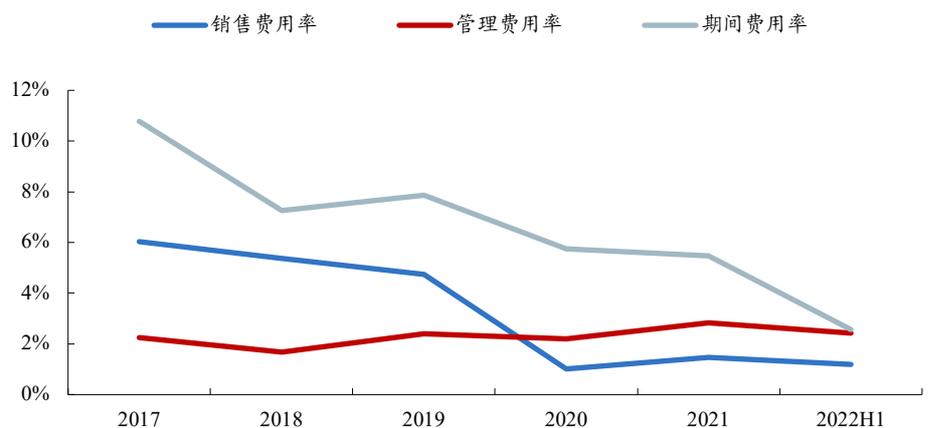
数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率受原材料价格波动影响大，2022Q1-Q3 毛利率逐季环比改善。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，故原材料价格波动对毛利率影响较大。2017-2020 年，公司毛利率由 14.46%提升至 26.05%，2021 年公司毛利率为 16.7% (-9.3pct)，下降明显主要系当年绒毛浆、卫生纸等核心原材料价格涨幅较大，同时高毛利率的防疫物资收入占比下降。2022H1 公司毛利率为 12.0% (-7.4pct)，承压主要源于核心原材料均价增幅较大；但分季度看，2022Q1/Q2 毛利率分别为 10.8% (-7.6pct) /13.2%(-7.5pct)，环比有所修复。2022Q1-Q3 公司整体毛利率为 13.2% (-5.7pct)，2022Q3 毛利率为 15.3% (-2.9pct)，单季度毛利率环比+2.1pct 主要系三季度产品提价在全面落地以及部分原材料价格下行。

图9：毛利率受原材料价格波动影响大，2022Q1-Q3 毛利率承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司整体控费能力较强，与大客户关系稳固带来较低的销售费用率。2017-2021年公司期间费用率由 10.78%下降至 5.47%，体现了公司较强的控费能力，其中，同期销售费用率由 6.03%下降至 1.48%，体现出公司与大客户关系逐步稳固，2020 年销售费用率同比-3.73pct，变动较大主要受新会计准则执行影响，2021 年公司销售/管理费用分别同比+0.47pct/0.63pct，主要源于公司加强了国内市场的拓展。2022H1 公司期间费用率 2.57%，同比-2.56pct，主要受益于二季度汇率贬值，单 Q2 财务费用率同比-5.75pct；销售/管理费用率分别为 1.18%/2.42%，分别同比-0.24pct/-0.36pct，继续展现公司强大控费能力。2022Q1-Q3 公司期间/销售/管理/研发/财务费用率分别同比-2.57pct/-0.11pct /-0.01pct/+0.64pct/-3.09pct，管理/销售费用率同比下降表明公司较强的控费能力，财务费用率下降明显主要系前三季度人民币贬值明显产生了较多的汇兑收益。

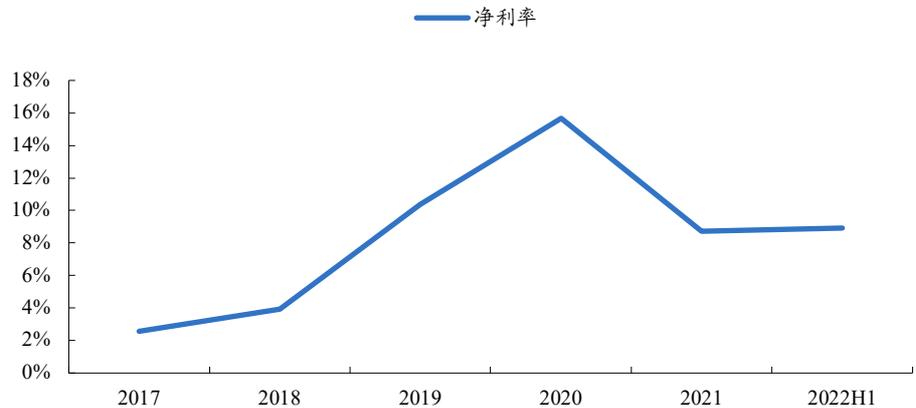
图10：公司整体控费能力较强，与大客户关系稳固带来较低的销售费用率


数据来源：Wind、开源证券研究所

受原材料价格影响，2021 年及 2022H1 公司盈利能力阶段性承压。2017-2020 年公司归母净利率由 2.57%快速提升至 15.67%，与毛利率趋势保持一致。2021 年及 2022H1 归母净利率分别为 8.71%/8.93%，分别同比-6.96pct/-1.60pct，盈利能力承压

主要系原材料价格影响；但 2022Q1/Q2 公司归母净利率分别为 5.2%/12.4%，分别同比-5.6pct/+2.1pct，Q2 同比/环比改善明显主要受益于汇率贬值和公司提价部分落地。2022Q1-Q3 公司归母净利率为 11.12% (+0.16pct)，2022Q3 归母净利率为 15.02%/ (+3.41pct)，盈利能力持续修复。

图11: 受原材料价格影响，2021 年及 2022H1 公司盈利能力阶段性承压

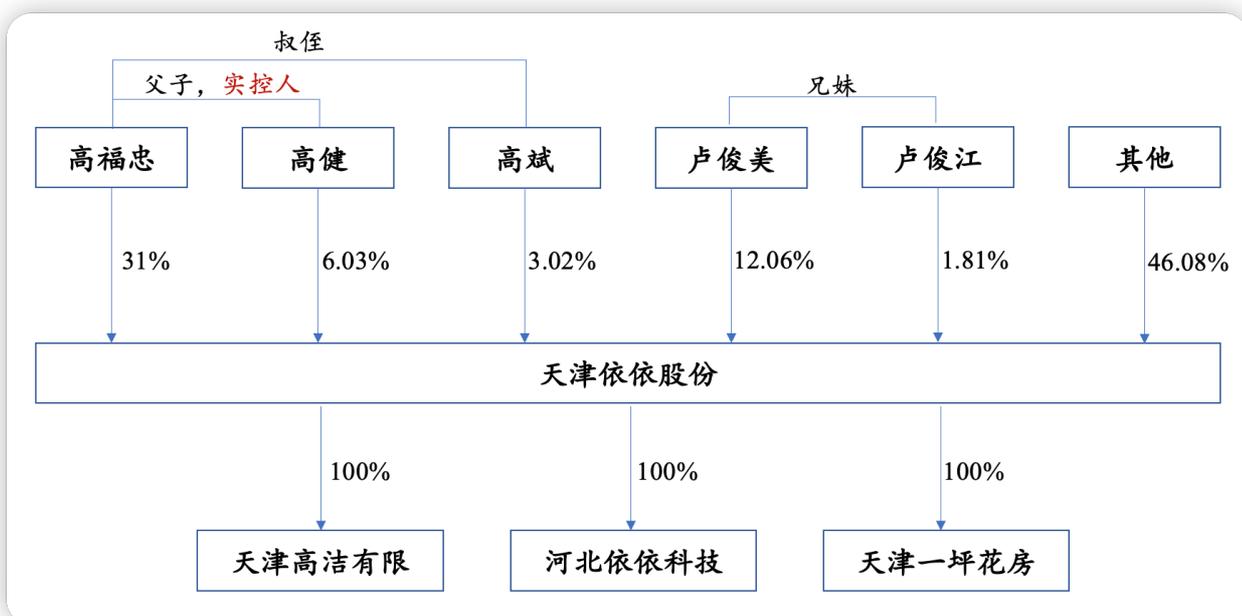


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.3、股权结构稳定，实控人为高氏父子

公司股权结构稳定，实控人为高氏父子。截至 2022H1，公司控股股东为高福忠先生，持有公司 31%的股份，实际控制人为高福忠（董事长、总经理）及高健（董事、副总经理）构成的一致行动人，二人系父子关系，合计持有公司 37.03%的股份。第二大股东为卢俊美女士（董事、副总经理），持有公司 12.06%的股份。另外公司股东中，高福忠与高斌（董事、副总经理）系叔侄关系，卢俊江和卢俊美系兄妹关系。

图12: 公司股权结构稳定，实控人为高氏父子



资料来源: Wind、开源证券研究所

2、行业：国外市场稳健扩容，国内市场集中度有提升空间

2.1、国外：宠物行业相对成熟，市场稳健扩容

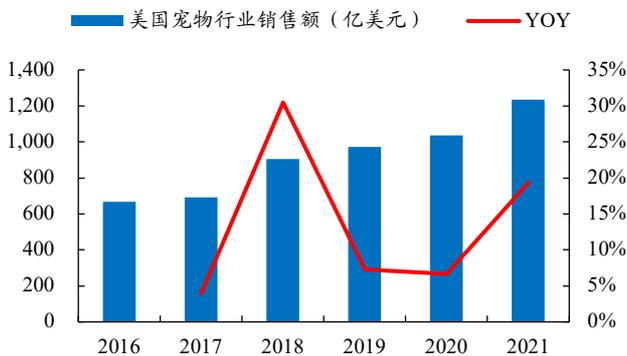
发达国家的宠物行业历经 100 多年的发展已经相对成熟，形成了宠物用品、食品、饲养、培训以及保险等产品和服务组成的行业体系。

(1) 美国市场：高基数下市场规模持续稳定扩大

美国是宠物市场需求最庞大的国家，据《2021-2022 APPA National Pet Owners Survey》，近 7 成的美国家庭都有一只宠物。APPA(American Pet Products Association) 数据显示，2017-2021 年美国宠物行业销售额由 694 亿美元提升至 1236 亿美元，CAGR 为 15.5%，整体增长较快，其中 2021 年市场规模同比+19.3%，较高基数下增长提速，展现出强劲的增长势头。APPA 预计 2022 年宠物市场规模将继续增长，不过增速环比预计更温和。

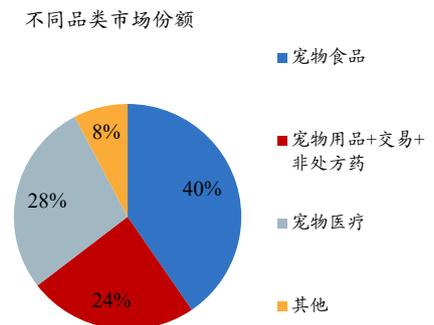
拆分去看，宠物食品、医疗、用品+交易+非处方药品是美国宠物消费的三大来源，2021 年市场份额分别为 40%/28%/24%。其中 2021 年宠物用品+交易+非处方药品市场规模为 298 亿美元，同比增速为 17.8%，高于宠物食品增速（13.6%）和宠物医疗增速（8.9%），保持较快增长。

图13：2021 年美国宠物市场规模达到 1236 亿美元



数据来源：APPA、开源证券研究所

图14：宠物用品+交易+非处方药的市场份额为 24%



数据来源：APPA、开源证券研究所

美国宠物尿垫市场规模测算：（1）根据 APPA 数据，2019 年美国宠物狗数量约 9 千万只，由于 2015-2019 年宠物狗数量 CAGR 为 3.7%，假设 2020-2024 年美国宠物狗数量 CAGR 维持在 2%。（2）假设 2020-2024 年美国宠物尿垫渗透率依次为 25%/27%/30%/34%/38%。（3）根据招股说明书，2018-2020 年依依股份宠物尿垫平均出厂价为 0.4 元/片，因此假设 2020-2024 年宠物尿垫的平均价维持在 0.4 元/片。根据我们测算，2024 年美国宠物尿垫市场规模将提升至 121 亿元，2022-2024 年 CAGR 为 20.4%，保持较快增长。

表2：根据我们测算，美国宠物尿垫 2024 年市场规模有望达到 121 亿元，2022-2024 年 CAGR 为 20.4%

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
宠物狗数量（百万只）	90	92	94	96	97	99
YOY	/	2%	2%	2%	2%	2%
尿垫渗透率	/	25%	27%	30%	34%	38%
使用尿垫的宠物狗数量（百万只）	/	23	25	29	33	38

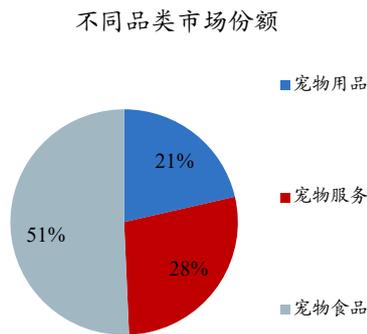
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
单只宠物狗日均使用片数	/	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2
日均使用尿垫总数	/	41	48	57	70	83
尿垫出厂价(元/片)	/	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
尿垫市场规模(百万元)	/	6031	7013	8367	10155	12128
YOY	/	/	16%	19%	21%	19%

数据来源: APPA、公司公告、开源证券研究所

(2) 欧洲市场: 市场较为成熟, 宠物用品市场规模稳健增长

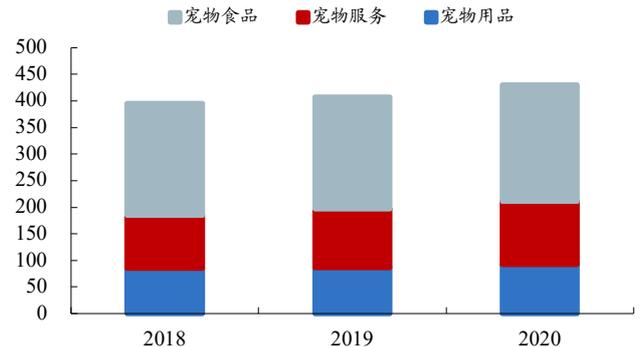
欧洲宠物市场较为成熟, 据 FEDIAF (欧洲宠物食品工业联合会) 数据, 2021 年欧洲 9000 万家庭中, 46% 的家庭拥有宠物; 2020 年欧派宠物市场规模为 430 亿欧元, 2018-2020 年两年 CAGR 为 4.34%, 增长稳健。拆分来看, 2020 年宠物食品/用品/服务销售额分别为 218/92/120 亿欧元, 市场份额分别为 51%/21%/28%。其中, 宠物用品 2018-2020 两年 CAGR 为 4%, 高于同期宠物食品 CAGR (2%)。

图15: 2020 年欧洲宠物用品市场份额为 21%



数据来源: FEDIAF、开源证券研究所

图16: 2020 年欧洲宠物用品市场规模为 92 亿欧元 (单位: 亿欧元)



数据来源: FEDIAF、开源证券研究所

(3) 日本市场: 宠物市场进入稳定发展期, 市场规模呈现低速增长

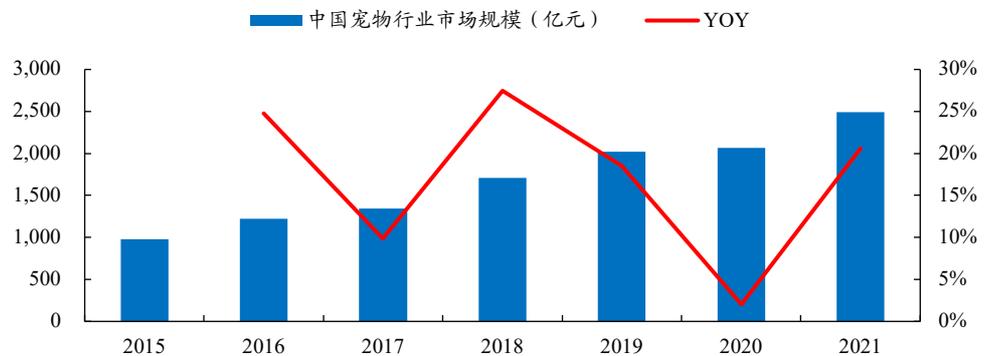
日本的宠物经济经过多年的发展已经进入稳定发展期, 市场规模呈现低速增长。根据日本矢野经济研究所数据, 2018-2020 年日本宠物市场规模由 1.54 万亿日元增长至 1.60 万亿日元, 两年 CAGR 为 1.7%, 预计 2021 年宠物市场规模为 1.63 万亿日元, 对应增速为 1.9%, 整体呈现低速增长。拆分来看, 2020 年日本宠物食品/用品市场规模分别为 4346/1730 亿日元, 对应市场份额为 27%/11%, 预计 2021 年增速分别为 1.9%/1.7%, 和大盘低增速状态保持一致。

2.2、国内: 宠物市场呈现快速增长态势

中国宠物行业发展较短, 起步于 20 世纪 90 年代初期, 但受益于国民经济发展和消费转型, 近年来国内宠物市场规模呈现快速增长趋势。据《中国宠物行业白皮书》, 2021 年全国城镇宠物狗和猫的总数超过 1.12 亿只, 城镇宠物 (犬猫) 主达到 6844 万人, 同比增长 8.7%; 2018-2021 年, 中国猫和狗的消费市场规模由 1708 亿元

提升至 2490 亿元，三年 CAGR 为 13.4%，2021 年增速为 20.6%，整体呈现较快增长趋势。

图17: 2015-2021 年中国宠物行业处于快速发展期

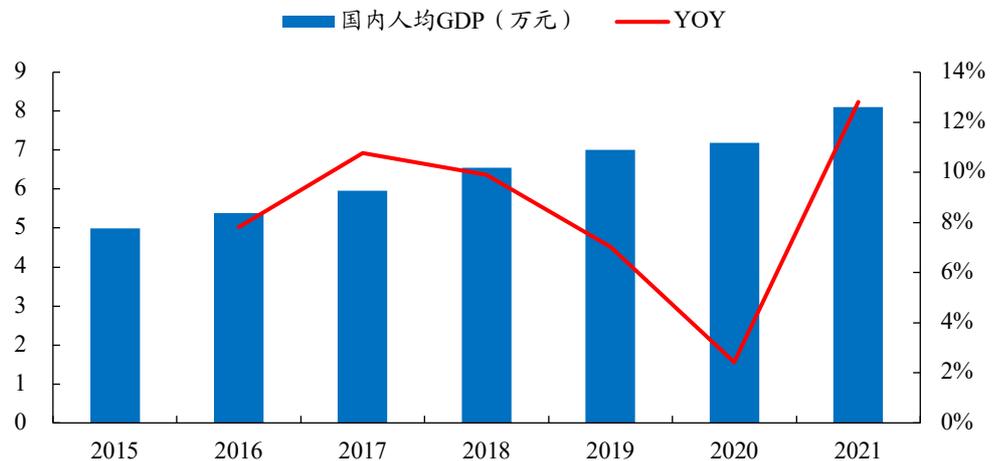


数据来源:《中国宠物行业白皮书》、开源证券研究所

我们认为，国内宠物用品行业市场规模增长驱动力包括:

(1)居民收入水平的提高。居民可支配收入的提高意味着居民消费能力的增强，越来越多人有能力承担养宠的费用，选择养宠或者更好地养宠，从海外情况来看，宠物渗透率高的国家人均 GDP 也较高。2015-2021 我国人均 GDP 由 5.0 万元提升至 8.1 万元，六年 CAGR 为 8.4%，国内居民收入水平的提升为宠物饲养提供了充分的经济保障。

图18: 2015-2021 年国内人均 GDP 六年 CAGR 为 8.4%，保持稳健增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

(2)老龄化程度和独居青年数量的加深。国家统计局数据显示，2021 年末我国 60 周岁/65 周岁及以上人口在总人口中分别占比 18.9%/14.2%。据《中国空巢老人现状报告》，超 40% 的老人没有子女照顾，预计 2025 年我国 60 岁以上的人口将会突破 3 亿人次，中国也将成为超老年型国家。由于缺乏子女的陪伴，未来我国老年人的陪伴需求较大。当前较大的工作压力下，我国 20-40 岁青年的独居比例不断增加，缺乏感情寄托是独居面临的困境。预计老年人、独居青年对宠物陪伴的需求将有望提升，宠物数量的持续稳定提升将带来相应宠物用品的需求不断增加。

(3) **政策驱动**。近年来各地陆续出台了一些养宠管理条例，对及时清除宠物粪便进行要求，并对违反规定者进行相应的惩戒，宠物尿裤和宠物清洁袋作为解决此类问题的主要产品，该政策的推出，有利于宠物卫生用品领域的发展。

2.3、竞争格局：海外市场集中度较高，国内集中度较为分散

发达国家产品集中度较高，品牌/渠道商依靠采购进行销售。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，而小的品牌商竞争能力较弱。发达国家宠物用品品牌批发商和销售渠道商主要通过线上或线下渠道销售自己品牌产品，拥有长期稳定的销售渠道，其产品主要依靠全球供应链进行采购，自身并不开设工厂进行生产。

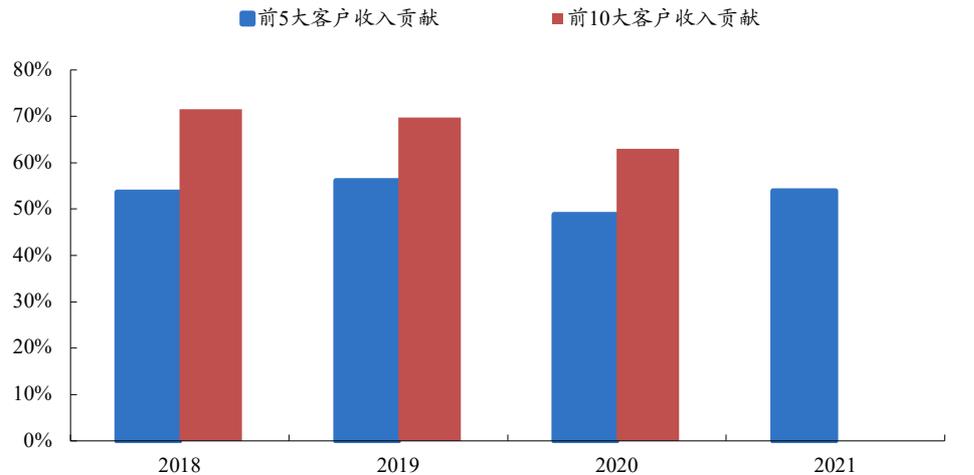
我国宠物用品行业处于快速发展初期，发展时间较晚，市场集中度不高。宠物一次性卫生用品行业目前也正处于快速发展阶段，在需求方面，随着居民人口的提升，生活水平的提高，我国饲养宠物数量逐渐增多，人们对于宠物消费的观念亦发生转变，越来越多的饲养者选择为宠物购买专业的宠物卫生用品，进一步增加了宠物一次性卫生用品的需求。在供给方面，由于市场的快速增长，行业内企业数量不断增加，产能不断扩大，市场供给总量呈现出扩大的趋势。但是，我国规模较大、生产品质、生产成本比较有保障的生产商并不多，市场集中度较为分散。随着市场需求的不断加大带动市场规模增长到一定的规模，国内宠物卫生用品企业在一段时期的积累与优胜劣汰后，市场集中度将会逐步提高。

依依股份在宠物用品出口市场的占有率较高。依依股份是具有较好研发、设计、生产能力的宠物一次性卫生护理产品生产商，能够向国内外品牌运营商销售产品，同时也将自有品牌（乐事宠、Hushpet）产品面向市场进行销售。2019年-2021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分别为33.08%、36.33%、37.00%，已达到出口市场规模的三分之一以上，市场占有率水平较高，且呈现稳定增长态势。同时，公司也在积极加大自主品牌建设，努力拓展国内自主品牌销售业务。

3、公司看点：客户+成本+产能+产品优势突出

3.1、客户资源优势：大客户优稳定优质，供应链壁垒较高

前五大客户收入贡献近5成，客户相对比较集中。海外市场为公司主要的收入和利润来源，销售模式以ODM/OEM为主。经过近20年的市场积累，公司销售区域遍布美国、日本、泰国、英国、意大利、加拿大等几十个国家和地区，构建了以美日欧大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台为主的客户资源体系，主要客户包含美国PetSmart、沃尔玛、亚马逊、Chewy、日本JAPPELL、日本ITO、日本山善、日本永旺、英国Pets at home、巴西Zeedog等。2018-2021年公司前5大客户销售额占公司同期收入的比例分别为53.66%/56.06%/48.75%/53.85%，2018-2020年前10大客户销售额占同期收入的比例分别为71.50%/69.76%/62.96%，客户相对比较集中。

图19: 公司前5/10大客户销售额占同期收入的比例较高, 客户相对比较集中


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表3: 公司大客户资源较为优质 (图中展示了公司前十大客户及其销售金额)

序号	客户名称	销售金额 (百万元)	占主营业务收入比例
1	PETSMART HOME OFFICE, INC.	175.69	14.19%
	CHEWY, INC	19.87	1.60%
2	WAL-MART STORES, INC.	105.33	8.51%
	WALMART CANADA CORP	21.76	1.76%
3	AMAZON.COM SERVICES, INC.	118.18	9.54%
4	JAPPELL COMPANY, LTD.	97.79	7.90%
5	ITO AND CO, LTD.	65.04	5.25%
6	TARGET CORPORATION	41.18	3.33%
7	AEON TOPVALU CO., LTD.	35.82	2.89%
8	Fetch for Pets!	35.64	2.88%
9	COUPANG CORPORATION	25.40	2.05%
	COUPANG PRIVATE LABEL BRANDS	6.64	0.54%
10	MANNA PRO DBA HERO PET BRANDS	31.38	2.53%
合计		779.72	62.96%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

海外客户的供应链进入门槛高, 公司一旦成为合格供应商后较难被替换。海外客户的供应商准入门槛高, 甄选程序严苛、复杂, 具体包括经营资质、生产规模、

技术水平、产品品质、货物交货周期等多个维度的考量，对供应商综合能力的要求高。公司通过多个维度的层层筛选，在众多生产服务商中脱颖而出，甚至成为了部分知名跨国公司的独家生产供应商。海外主要客户的市场渠道稳定，供货量要求大，市场空间增速较快。基于自身供应商甄选的时间成本和高标准、稳定的产品控制要求等多项因素考量，一旦确定生产服务合作后，客户黏性较强。

公司与核心客户合作时间长，粘性高。招股说明书显示，公司2020年前五大客户分别是 Petsmart（含 CHEWY）、沃尔玛、亚马逊、日本 JAPPELL、日本 ITO。公司与前五大客户首次合作时间分别为2015年（与 CHEWY 于2018年首次合作）、2014年、2015年、2012年、2004年，公司与核心客户合作时间较长，并与优质客户建立了较为牢固的合作关系。

随着国内经济水平的提高，国内市场快速发展，公司也开始逐步布局国内宠物用品市场，目前处于起步阶段。

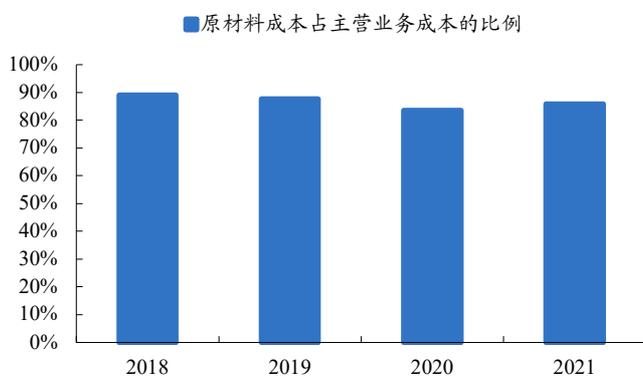
（1）ODM/OEM 方面，国内目前已有一些知名的宠物品牌运营商，包括耐威克、疯狂小狗、华元宠物等，他们主要依靠供应链采购，公司以 ODM/OEM 方式拓展了上述宠物品牌运营商。同时，公司也以 ODM/OEM 方式向沃尔玛、子初等商超、品牌运营商销售个人一次性卫生护理用品。

（2）自有品牌方面，国内宠物一次性卫生护理用品市场起步较晚，公司自有品牌“乐事宠（HUSHPET）”的宠物尿垫、尿裤、清洁袋等主要通过经销商、天猫、京东、微店、抖音、拼多多进行销售。另外，公司自有品牌个人一次性卫生护理用品“多帮乐”、“爱梦圆”护理垫，“依依”、“阳光姐妹”卫生巾和护理垫主要通过经销商、天猫、京东销售。

3.2、直接材料成本占比高，自主生产无纺布利于供应链稳定和成本控制

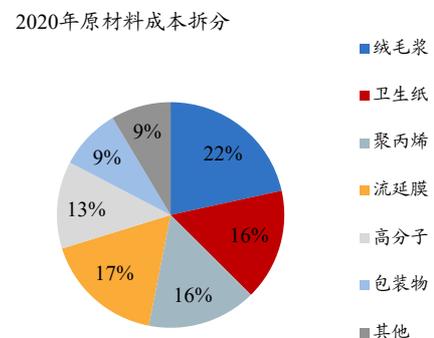
直接材料在主营业务成本中占比较高。公司生产所需的原材料主要为绒毛浆、卫生纸、聚丙烯、流延膜、高分子等，2018-2021年直接材料成本占主营业务成本的比例均在80%以上，其中，2020年原材料占主营业务成本比例下降主要系当年原材料价格下降，同时公司执行新收入准则，将与销售商品直接相关的运输费用计入营业成本所致。

图20：公司原材料成本在主营业务成本中占比80%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：公司原材料主要为绒毛浆、卫生纸、聚丙烯等



数据来源：公司公告、开源证券研究所

原材料产业链向上游延伸，自主生产无纺布利于供应链稳定性和成本控制。高洁有限（全资子公司）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，并可以对外销售以充分利用其产能。

(1) 公司通过高洁有限生产无纺布，向一次性卫生护理用品产业链上游延伸，有效保证公司从基础原材料到最终成品的产业链的稳定性，有利于对无纺布的品质进行有效控制，保障一次性卫生护理用品的质量稳定性，并且能够根据客户需求及时调整各环节的生产工艺，满足客户多种需求的同时有效降低成本，提高公司产品竞争力。

(2) 生产无纺布的原料为聚丙烯，属于石油化工类产品，石油价格的周期性波动将间接影响无纺布的价格变动。公司通过高洁有限生产无纺布，以此满足一次性卫生护理用品生产的无纺布需求，可有效控制无纺布成本波动，减少其价格波动对公司盈利的影响。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，可以充分利用无纺布产能，增强公司盈利能力。

疫情下原材料产业链布局优势得以验证。公司招股说明书显示，2020H1 受新冠疫情影响，作为口罩、防护服等防疫物资原材料等无纺布价格上涨较多，国内卫生护理用品行业众多企业出现供货中断的情形。由于公司具备无纺布的生产能力，能够保障宠物卫生护理用品的日常生产供应，并满足境外主要客户订单商品的按时交付。

3.3、产能优势：募投项目打破产能瓶颈，多产品综合供应能力提升可期

2020 年公司主营产品的产能利用率和产销率接近饱和，面临产能瓶颈。2018-2020 年公司主营产品面临产能瓶颈，其中宠物垫的产能利用率分别为 103.90%/97.42%/99.11%，无纺布的产能利用率分别为 83.05%/88.16%/101.83%；另外，同期公司主营产品的产销率也维持在接近饱和的水平，2020 年宠物垫、尿裤、无纺布的产销率分别为 99.59%/97.32%/99.46%。

表3：2020 年公司宠物垫、无纺布的产能利用率和产销率均接近饱和

产品	项目	2020 年	2019 年	2018 年
宠物垫	产能(亿片)	26.35	22.25	20.69
	产量(亿片)	26.11	21.68	21.50
	销量(亿片)	26.00	21.24	21.27
	产能利用率	99.11%	97.42%	103.90%
	产销率	99.59%	97.98%	98.94%
	销售单价(元/片)	0.39	0.41	0.36
宠物 尿裤	产能(亿片)	1.86	1.86	1.80
	产量(亿片)	0.79	0.80	0.61
	销量(亿片)	0.77	0.78	0.59
	产能利用率	42.43%	42.97%	34.11%
	产销率	97.32%	97.77%	95.31%
	销售单价(元/片)	0.80	0.73	0.70
无纺布	产能(吨)	16800	16800	16800
	产量(吨)	17107	14811	13952
	销量(吨)	17015	14789	13921
	产能利用率	101.83%	88.16%	83.05%
	产销率	99.46%	99.86%	99.78%

产品	项目	2020年	2019年	2018年
	销售单价(元/吨)	18820	10214	10692

数据来源：公司公告、开源证券研究所

募投项目打破产能瓶颈。产能受限导致公司无法大力拓展新客户，2021年公司上市后实施募投项目，新增主营业务产品制造产能，进一步巩固宠物垫细分市场地位，提升宠物尿裤产品的产销规模，进而提升多产品的综合化供应能力。募投项目共3个，**宠物垫项目**总投资额3.86亿元，建设期3年，完全投产后将释放产能22.50亿片，并预计第2/3/4/5年分别达到设计生产能力的30%/65%/85%/100%；**宠物尿裤项目**总投资额1.14亿元，建设期1.5年，完全投产后将释放产能2.20亿片，并预计第2/3/4年分别达到设计生产能力的40%/85%/100%；**卫生护理材料项目**总投资额2.54亿元，建设期2年，完全投产后将释放产能3.10万吨（无纺布），并预计第2/3/4年分别达到设计生产能力的40%/80%/100%。

表4：公司通过募投项目打破产能瓶颈

项目名称	总投资额（亿元）	建设期（年）	设计产能
宠物垫项目	3.86	3	22.50亿片
宠物尿裤项目	1.14	1.5	2.20亿片
卫生护理材料项目	2.54	2	3.10万吨

数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.4、产品优势：质量稳定可靠，客户粘性较强

20多年的生产经验让公司形成了较完善的产品质量控制体系，通过了ISO9001:2015国际质量管理体系认证。（1）在原材料选用控制方面，公司建立了严格的供应商考核评审系统，建立《合格供应商名录》，选择了行业内知名品牌供应商，（公司的主要供应商均为国内外知名的大型厂商），从源头保证原材料的质量，并对每批原材料进行抽检，确保原材料质量符合产品所需标准。（2）在原材料配方方面，针对不同产品需求，严格控制每单位产品中不同原料的配比比例。（3）在工艺方面，通过不断优化工艺，提升产品性能。（4）在产品检验方面，在生产过程中对产品生产过程进行控制，生产完成后按照客户要求由第三方或客户自行进行产品质量检验。

表5：公司的主要供应商均为国内外知名的大型厂商

序号	供应商	采购金额（万元）	占采购总额比
1	中国石油天然气股份有限公司华北化工销售天津分公司	9889	12.37%
2	CHINAPACK RESOURCES PTE. LTD.	8883	11.11%
3	浙江中包浆纸进出口有限公司	414	0.52%
4	CHINAPACK AUSTRALIA PTY LTD.	6387	7.99%
5	天津市中泰创展科技有限公司	6101	7.63%
5	永丰余投资有限公司	2496	3.12%

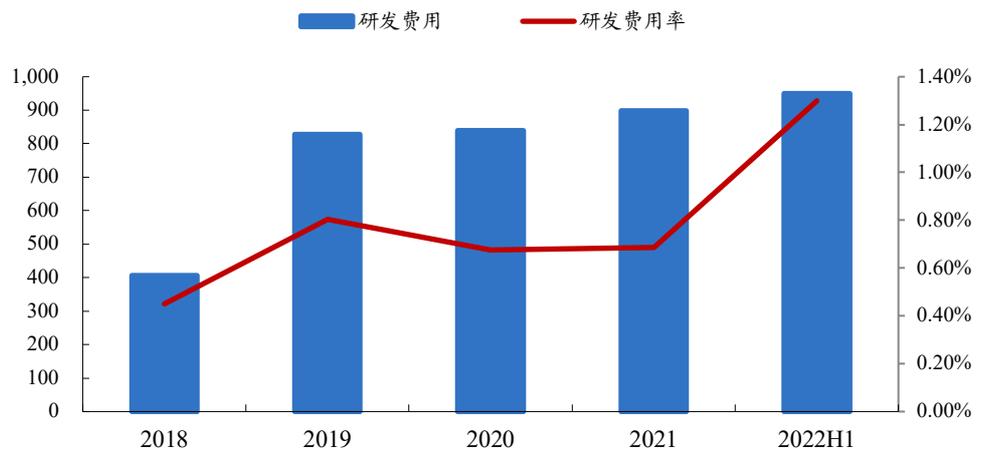
序号	供应商	采购金额 (万元)	占采购总额比
	永丰余投资有限公司北京销售分公司	1132	1.42%
	YUEN FOONG YU CONSUMER PRODUCTS CO.,LTD	626	0.78%
	永丰余纸业(天津)有限公司	30	0.04%
合计		35959	44.98%

资料来源：公司公告、开源证券研究所（数据对应年份为 2020 年）

持续提升生产效率打造成本优势。 一次性卫生护理用品属于日常消耗品，产品销售单价较低，为构建成本端竞争力，公司持续提升生产效率，提升自动化、智能化生产水平，2021 年 11 月，公司河北中捷产业园区的智能化工厂部分产能已实现顺利投产。2018-2020 年公司核心产品宠物垫的单位成本分别为 0.32/0.32/0.31 元/片，宠物尿裤的单位成本分别为 0.40/0.37/0.39 元/片，整体稳定在较低的水平。

新品研发迭代满足市场多样需求，增强客户粘性。 当前宠物用品市场产品同质化较严重，为深度绑定优质客户，公司加强研发，丰富产品种类，升级产品品质，已形成较强的研发设计优势。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，充分满足不同地域、不同品牌对宠物卫生护理用品的多样需求。截止 2021 年末，公司先后研发并向市场成功推介具有固定贴、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上千种，构筑了较完善的宠物卫生护理用品应用体系。招股说明书显示，截止 2020 年公司已拥有 55 项专利权，除尿垫为外观设计专利外，其余全部为实用新型专利。2022H1 公司研发费用率为 1.3%，相较于 2020-2021 年 0.7%左右的水平提升明显。

图22：2018-2022H1，公司研发费用率整体呈现上升趋势（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6: 公司研发实力较强, 已取得多项专利(截止2020年公司已拥有55项专利权, 表中仅展示小部份)

专利名称	专利号	专利申请日期	期限	取得方式
一次性手套湿巾	ZL 2015 2 0950727.6	2015/11/25	10年	继受取得
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
宠物尿垫盒抽	ZL 2015 2 0953266.8	2015/11/25	10年	继受取得
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
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
防抓破及防渗漏宠物尿垫	ZL 2016 2 0600683.9	2016/6/15	10年	继受取得

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) **收入端:** 宠物用品行业终端需求整体稳健, 公司是国内卓越的宠物卫生护理用品生产商, 产品质量稳定可靠, 客户粘性强, 预计老客户份额提升以及新客户持续下, 宠物一次性卫生护理用品将保持高速增长, 预计2022-2024年收入增速分别为17.0%/19.0%/20.5%。另外, 考虑到公司当前发展重心是宠物卫生护理用品, 我们假设个人一次性卫生护理用品和无纺布2022-2024年保持稳健增长, 预计二者收入增速均维持在5%左右。综合来看, 我们预计2022-2024年公司营业总收入为15.24/18.04/21.63亿元, 同比+16.35%/+18.37%/+19.91%。

(2) **盈利端:** 公司毛利率短期有望改善, 主要系原材料价格下行以及产品提价全面落地, 中长期新建产能逐步释放规模效应、高毛利率宠物尿裤收入占比提升利好毛利率提升, 预计2022-2024年公司毛利率14.3%/17.8%/18.4%。公司费用管控能力优秀, 预计2022-2024年期间费用率保持稳定。

表7: 预计2022-2024年公司营业总收入为15.24/18.04/21.63亿元

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入	1027.69	1241.01	1310.02	1524.25	1804.30	2163.45
YOY	13.76%	20.76%	5.56%	16.35%	18.37%	19.91%
毛利率	21.92%	26.05%	16.75%	14.29%	17.84%	18.41%
宠物一次性卫生护理用品收入	931.62	1084.96	1242.29	1453.48	1729.64	2084.21
YOY	14.37%	16.46%	14.50%	17.00%	19.00%	20.50%
毛利率	22.55%	22.92%	17.04%	14.50%	18.10%	18.60%
个人一次性卫生护理用品收入	25.80	43.83	24.99	26.24	27.81	29.48
YOY	-7.91%	69.89%	-42.99%	5.00%	6.00%	6.00%
毛利率	32.33%	38.03%	24.91%	21.00%	24.00%	27.00%
无纺布收入	68.30	109.65	41.97	43.65	45.83	48.58
YOY	15.10%	60.53%	-61.72%	4.00%	5.00%	6.00%
毛利率	8.99%	52.41%	3.16%	3.00%	4.00%	5.00%
其他收入	1.97	2.57	0.77	0.89	1.02	1.17
YOY	30.82%	30.59%	-70.01%	15.00%	15.00%	15.00%

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	34.91%	15.57%	24.53%	25.00%	26.00%	26.00%

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2、相对估值

依依股份是国内卓越的宠物卫生护理用品生产商，业务以出口代工为主。我们选取了中宠股份、佩蒂股份、源飞宠物、豪悦护理作为可比公司进行估值。

我们认为公司深耕宠物卫生护理用品领域多年，产品质量稳定可靠，并且已经绑定了较多的海外大客户，老客户的快速增长和新客户的积极拓展有望驱动公司收入稳定增长，同时公司加大产能建设，后续新产能投放打开持续增长空间。公司目前已具备较强的规模优势，如果未来原材料价格如期下行且产品提价有效落地，盈利能力有望持续修复。我们预计 2022-2024 年归母净利润为 1.62/1.95/2.34 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.48/1.77 元，当前股价对应 PE 为 19.8/16.5/13.7 倍。依依股份作为宠物卫生护理龙头，当前估值略低于可比公司均值，也低于宠物食品赛道龙头，仍有成长空间。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表8: 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 1.62/1.95/2.34 亿元，对应 EPS 为 1.23/1.48/1.77 元

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002891.SZ	中宠股份	66.15	1.55	2.12	3.01	42.67	31.20	21.98
300673.SZ	佩蒂股份	44.50	1.95	2.11	2.83	22.82	21.09	15.72
001222.SZ	源飞宠物	34.55	1.94	2.31	3.04	17.85	14.99	11.36
605009.SH	豪悦护理	77.04	3.75	4.62	5.20	20.53	16.67	14.83
	平均					25.97	20.99	15.97
001206.SZ	依依股份	32.11	1.62	1.95	2.34	19.79	16.46	13.70

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘价为 2022/12/28 收盘价, 依依股份/中宠股份/佩蒂股份盈利预测来自开源证券研究所, 源飞宠物/豪悦护理盈利预测均来自 Wind 一致预测。)

5、风险提示

(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，原材料价格大幅波动将带来经营业绩较明显的波动。

(2) **汇率波动风险。**公司产品以出口为主，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。

(3) **客户相对集中风险。**海外市场为公司主要的收入/利润来源，且以 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。2021 年公司前五大客户销售额占公司总销售额的 50% 以上，产品销售较为集中。因此，大客户订单的减少短期可能致使公司收入/利润下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	399	1214	1099	1242	1400
现金	56	219	392	473	608
应收票据及应收账款	205	281	0	0	0
其他应收款	2	3	2	4	4
预付账款	17	20	23	28	33
存货	108	173	164	218	237
其他流动资产	11	519	519	519	519
非流动资产	516	754	781	818	873
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	197	441	482	526	581
无形资产	52	51	60	64	67
其他非流动资产	268	261	239	227	226
资产总计	915	1968	1880	2059	2273
流动负债	185	225	41	41	42
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	148	180	0	0	0
其他流动负债	38	45	41	41	42
非流动负债	18	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	17	17	17	17
负债合计	203	242	59	59	59
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	71	94	94	94	94
资本公积	268	1219	1219	1219	1219
留存收益	373	412	551	710	892
归属母公司股东权益	712	1725	1822	2000	2214
负债和股东权益	915	1968	1880	2059	2273

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	183	19	249	169	264
净利润	194	114	162	195	234
折旧摊销	25	36	44	52	61
财务费用	23	6	-62	-13	-3
投资损失	-5	-7	-3	-4	-5
营运资金变动	-34	-125	109	-59	-21
其他经营现金流	-20	-5	-1	-2	-2
投资活动现金流	-203	-751	-68	-84	-111
资本支出	274	249	71	89	116
长期投资	65	-508	0	0	0
其他投资现金流	6	6	3	4	5
筹资活动现金流	-1	892	-8	-4	-17
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	24	0	0	0
资本公积增加	0	951	-0	0	0
其他筹资现金流	-1	-82	-8	-4	-17
现金净增加额	-27	163	173	81	136

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1241	1310	1524	1804	2163
营业成本	918	1091	1306	1482	1765
营业税金及附加	7	6	8	9	11
营业费用	13	19	17	20	24
管理费用	27	37	34	40	48
研发费用	8	9	17	20	24
财务费用	23	6	-62	-13	-3
资产减值损失	-1	-1	0	0	0
其他收益	3	3	2	3	3
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	5	7	3	4	5
资产处置收益	-1	-0	-1	-0	-1
营业利润	250	149	211	254	305
营业外收入	9	3	4	4	5
营业外支出	2	2	1	2	2
利润总额	257	149	213	257	308
所得税	62	35	51	62	74
净利润	194	114	162	195	234
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	194	114	162	195	234
EBITDA	280	179	248	295	353
EPS(元)	1.47	0.86	1.23	1.48	1.77

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	20.8	5.6	16.4	18.4	19.9
营业利润(%)	80.1	-40.4	41.6	20.2	20.2
归属于母公司净利润(%)	82.2	-41.3	42.2	20.2	20.1
获利能力					
毛利率(%)	26.0	16.7	14.3	17.8	18.4
净利率(%)	15.7	8.7	10.6	10.8	10.8
ROE(%)	27.3	6.6	8.9	9.8	10.6
ROIC(%)	26.5	6.3	8.5	9.2	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	22.2	12.3	3.1	2.9	2.6
净负债比率(%)	-5.3	-11.6	-20.7	-22.9	-26.8
流动比率	2.2	5.4	26.7	29.9	33.4
速动比率	1.4	4.3	20.9	22.8	25.8
营运能力					
总资产周转率	1.6	0.9	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	6.8	5.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.8	6.7	14.5	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.47	0.86	1.23	1.48	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.39	0.15	1.88	1.28	2.00
每股净资产(最新摊薄)	5.39	13.06	13.79	15.15	16.76
估值比率					
P/E	16.5	28.1	19.8	16.5	13.7
P/B	4.5	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	8.1	9.1	5.8	4.6	3.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn