

依依股份 (001206.SZ)

把握边际：去库存结束+产能瓶颈已破+成本下行

2023年01月09日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

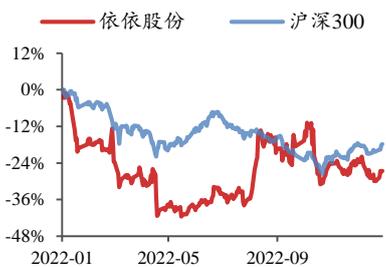
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/1/6
当前股价(元)	25.50
一年最高最低(元)	50.30/23.60
总市值(亿元)	33.68
流通市值(亿元)	21.21
总股本(亿股)	1.32
流通股本(亿股)	0.83
近3个月换手率(%)	141.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《宠物卫生护理用品领军者，盈利有望持续修复——公司首次覆盖报告》
-2022.12.29

● 把握边际：去库存结束+产能瓶颈已破+成本下行，维持“买入”评级

我们认为公司当前出现了三大边际变化，一是需求端大客户去库存结束，订单量恢复正常；二是募投核心产线已投产，产能瓶颈已破；三是部分原材料价格已有回落，整体成本下行预期较强，盈利能力有望继续修复，维持盈利预测，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20.8/17.3/14.4倍，维持“买入”评级。

● 需求：2022年底大客户去库存已结束，预计2023Q1收入环比明显提速

我们预计2022Q4公司收入同比微增，同比/环比明显降速主要系部分大客户去库存周期较长。截至2022年12月大客户去库存已陆续完成，预计2023Q1公司收入同比/环比将明显提速：（1）大单品尿垫生产周期一般为1-1.5个月，2022年12月已经恢复正常的订单将逐渐从2023年1月交付。（2）公司2023年新增两位大客户预计从2023Q1开始供货，新增两大客户全年订单预计1亿元。

● 产能：2022年底核心产线已投产，产能瓶颈已破

公司上市前面临产能瓶颈，2020年主营产品宠物尿垫/尿裤/无纺布产能利用率和产销率均接近饱和。2021年公司上市后募投项目共3个，其中宠物垫和宠物尿裤项目已于2022Q4完成，我们预计2023年公司宠物尿垫/尿裤产能约50/2亿片，中短期产能充足，新增产能为公司老客户稳健增长和新客户开拓提供保障。

● 成本：部分原材料价格已进入下行通道，盈利能力有望继续修复

2022Q1-Q3毛利率逐季环比改善，短期去看，公司盈利能力有望继续修复：（1）部分原材料价格已进入下行通道，其中2022Q3以来聚丙烯/流延膜/高分子价格有所回落，且当前延续回落趋势；绒毛浆和卫生纸当前价格仍处于高位，我们预计随着海外木浆供给改善，上游木浆和中游纸价格均有较强的回落预期。（2）高毛利率宠物尿裤快速增长、占比有望提升。（3）包装自动化提升生产效率。

● 风险提示：原材料价格波动、汇率波动、海外宠物用品需求疲弱等。

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)	17.3	29.5	20.8	17.3	14.4
P/B(倍)	4.7	2.0	1.8	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 把握三大边际变化：去库存结束+产能瓶颈已破+成本下行	3
1.1、 需求：2022 年底大客户去库存已结束，预计 2023Q1 收入环比明显提速	3
1.2、 产能：2022 年底核心产线已投产，产能瓶颈已破	4
1.3、 成本：部分原材料价格已进入下行通道，盈利能力有望继续修复	4
2、 盈利预测与投资建议	5
3、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6
表 1： 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	4

1、把握三大边际变化：去库存结束+产能瓶颈已破+成本下行

依依股份是国内卓越的宠物卫生护理用品生产商，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，宠物一次性卫生护理用品（宠物尿垫、尿裤）为核心产品，2021年/2022H1收入占比分别为94.8%/95.8%。依依股份在宠物用品出口份额较高，2021年为37%，预计2022年海关同类产品份额接近40%。

当前推荐依依股份的逻辑主要有三点：一是需求端大客户去库存结束，订单量恢复正常；二是募投核心产线已投产，产能瓶颈已破；三是成本下行预期较强，盈利能力有望继续修复。

1.1、需求：2022年底大客户去库存已结束，预计2023Q1收入环比明显提速

公司前五大客户收入贡献近5成，客户相对集中。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。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%，产品销售较为集中。

我们认为客户相对集中的原因有二：

(1) 发达国家宠物渠道格局集中，品牌/渠道商依靠采购进行销售。目前公司宠物卫生护理用品主要销往美国、欧洲、日韩等国家或地区，而发达国家经过多年的经营积累和市场的优胜劣汰，产品市场集中度较高，市场份额主要被大的国际品牌/渠道商所占据。同时，这些宠物国际品牌/渠道商的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。

(2) 依依股份自身综合供应实力强劲，大客户基本为独供。公司产品可靠、交付稳定、研发实力较强（可以参与到一半以上的产品设计），宠物卫生护理用品尚未出现退货情况，客户认可度高，前五大客户中仅沃尔玛非独供，同时非独供客户中，公司一般也占据较大份额，例如在宠物尿垫上公司占沃尔玛约50%的供应份额，ITO 80-85%的供应份额。

大客户订单波动影响公司整体收入，我们预计2022Q4公司在传统旺季收入同比微幅增长，同比/环比明显降速主要系部分大客户去库存周期较长。

(1) 亚马逊：2022Q1开始去库存，2022Q2恢复正常，预计2022全年依依对该客户销售额增长较快（高双数位水平）。

(2) PetSmart：2022Q2开始去库存至9月结束，9月订单量较少，10月订单量恢复正常。

(3) 沃尔玛：2022Q3开始去库存，12月订单量恢复正常。

(4) 欧洲客户：12月去库存都已结束，订单量恢复正常。

截至2022年12月，大客户去库存已陆续完成，订单量恢复正常，预计2023Q1公司收入环比将明显提速，原因有二：(1) 公司大单品尿垫生产周期一般为1-1.5个

月，2022年12月已经恢复正常的订单将逐渐从2023年1月交付。(2)公司2023年新增两位大客户预计将从2023Q1开始供货，新增两位大客户全年预计订单1亿元。

1.2、产能：2022年底核心产线已投产，产能瓶颈已破

公司上市前面临产能瓶颈，2020年主营产品产能利用率和产销率接近饱和。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1：2020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%
	销售单价(元/吨)	18820	10214	10692

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2022年底核心产线已投产，产能瓶颈已破。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。公司募投项目共3个，其中宠物垫和宠物尿裤项目已于2022Q4完成，按照设计产能测算(2020年产能+募投项目设计产能)，公司2022年末宠物尿垫产能48.85亿片；另外我们预计2023年宠物尿裤产能约2亿片，公司中短期产能充足，新增产能为公司老客户稳健增长和新客户开拓提供保障。

1.3、成本：部分原材料价格已进入下行通道，盈利能力有望继续修复

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。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。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。

短期去看，公司盈利能力有望继续修复，原因有三：

(1) 部分原材料价格已进入下行通道。根据招股说明书披露，2020 年原材料成本中，5 种主要原材料绒毛浆/卫生纸/聚丙烯/流延膜/高分子占比分别为 22%/16%/16%/17%/13%，其中 2022Q3 以来聚丙烯/流延膜/高分子价格有所回落，且当前延续回落趋势；绒毛浆（完全依靠进口）和卫生纸当前价格仍处于高位，我们预计随着海外木浆供给改善，上游木浆和中游纸价格均有较强的回落预期。另外，考虑到公司绒毛浆属于长纤维的针叶浆，而当前海外浆厂投产以阔叶浆为主，因此我们预计绒毛浆价格回落时间略有滞后，为 2023Q1 末。

(2) 高毛利率宠物尿裤快速增长、占比有望提升。2022 年前三季度宠物尿裤销售额 7700 万元，同比增长 51.7%，收入占比为 6.8%，较 2021 年提升 1.3pct，往后看随着新增产能释放，宠物尿裤有望延续高增长，占比有望提升，其高毛利率特点（2020 年为 51%），有望拉升整体盈利水平。

(3) 包装自动化提升生产效率。公司生产环节成本管控意识强，2023 年计划大部分设备配备自动包装，可替换约 50%一线人工人员，提升生产效率约 20%，带动毛利率提升约 2%。

2、盈利预测与投资建议

我们认为公司当前出现了三大边际变化，一是需求端大客户去库存结束，订单量恢复正常；二是募投核心产线已投产，产能瓶颈已破；三是部分原材料价格已有回落，整体成本下行预期较强，盈利能力有望继续修复，维持盈利预测，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 20.8/17.3/14.4 倍，维持“买入”评级。

3、风险提示

原材料价格波动、汇率波动、海外宠物用品需求疲弱等。

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	17.3	29.5	20.8	17.3	14.4
P/B	4.7	2.0	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.5	9.7	6.3	5.0	3.8

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