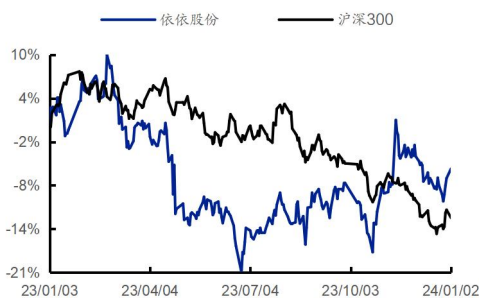


研究所: 林昕宇 S0350522110005  
 证券分析师: linxy01@ghzq.com.cn  
 联系人: 杨蕊菁 S0350122090030  
 yangrj01@ghzq.com.cn

## 宠物护理用品龙头竞争优势凸显,需求有望进一步修复

### ——依依股份(001206)公司深度研究

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
依依股份	-1.8%	2.2%	-4.2%
沪深 300	-2.8%	-8.2%	-12.5%

#### 市场数据

指标	2024/01/02
当前价格(元)	16.01
52周价格区间(元)	13.68-28.30
总市值(百万)	2,960.15
流通市值(百万)	1,524.48
总股本(万股)	18,489.38
流通股本(万股)	9,522.06
日均成交额(百万)	20.76
近一月换手(%)	1.57

#### 投资要点:

- 卡位宠物护理用品赛道,龙头竞争优势持续凸显。**依依股份是宠物卫生护理用品行业龙头,卡位优质赛道,外销出口份额领先,大客户合作稳定并形成较强壁垒与粘性,中长期有望通过自身优势持续拓展增量市场与客户;此外募投项目有望突破产能瓶颈,规模化生产成本优势逐渐显现。首次覆盖,给予“买入”评级。
- 全球养宠需求不断增加,中国宠物用品市场增量空间有望稳步提升。**宠物行业包括宠物交易和宠物消费,目前已经发展成较完整的产业链。发达国家宠物行业发展逐渐成熟,全球宠物市场发展成熟预计2023年将达到1810亿美元。中国是全球第二大宠物市场,截至2022年宠物行业市场规模847亿元,随着养宠需求不断增加及渗透率提升,有望带动宠物清洁用品市场规模进一步提升。
- 聚焦海外市场,营收利润稳健增长。**公司持续专注于宠物一次性卫生护理用品的研发与海外市场销售,2018-2022年公司营业收入从9.03亿元提升至15.16亿元,营业收入CAGR为13.83%。截至2022年外销市场销售占比超90%,宠物一次性卫生护理用品销售占比为95.32%。公司回购股份拟进行股权激励与员工共享发展成果,并形成有效激励。
- 外销客户稳定优质,规模化生产叠加产能释放,成本端下行有望实现盈利边际改善。**公司主要客户包括亚马逊、PetSmat、沃尔玛、韩国Coupang、Target、Chewy等优质合作伙伴,海外客户准入门槛较高,凭借自身优势已成为多家客户独家供应商。公司已建立从采购到物流的精益化供应链模式,质量控制及高标准管理方法构建精细管理体系,新产能的释放有利于公司深化主营业务发展,突破现有产能瓶颈,增强公司产品供给保障能力。公司直接材料成本占比超80%,在原材料环节具备较强的议价能力及相对稳定的采购渠道,预计产品毛利率随着成本回落有望得到进一步修复与提升。
- 盈利预测和投资评级:**我们预计公司2023-2025年营业收入为14.15/17.69/20.42亿元,同比-6.71%/+25.04%/+15.42%,归母净

利润 1.27/1.66/2.01 亿元，同比-15.69%/+30.86%/+21.19%。

- **风险提示：**中美贸易摩擦带来的经营风险，海外市场竞争风险，募集资金投资项目、在建项目不能达到预期收益的风险，原材料价格波动风险，汇率波动的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1516	1415	1769	2042
增长率(%)	16	-7	25	15
归母净利润（百万元）	151	127	166	201
增长率(%)	32	-16	31	21
摊薄每股收益（元）	0.81	0.69	0.90	1.09
ROE(%)	8	7	8	9
P/E	21.33	23.32	17.82	14.71
P/B	1.77	1.62	1.49	1.35
P/S	2.12	2.09	1.67	1.45
EV/EBITDA	16.66	11.47	8.63	7.39

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 核心观点 .....	6
2、 宠物卫生护理用品龙头， 聚焦外销市场代工业务 .....	7
2.1、 专注宠物卫生护理细分赛道， 营收利润稳健增长 .....	7
2.2、 外销份额领先， 宠物垫为核心产品 .....	9
2.3、 股权结构集中， 股权激励充分调动员工积极性 .....	9
3、 宠物赛道正当时，“它经济” 扬帆起航 .....	10
3.1、 养宠需求不断增加， 消费潜力可期 .....	10
3.2、 发达国家宠物产业体系较为成熟， 市场规模稳健增长 .....	14
3.3、 中国已成为全球第二大宠物市场， 看好成长空间 .....	17
3.4、 我国宠物用品处于快速发展初期， 宠物清洁用品市场空间广阔 .....	20
4、 优质客户叠加产能释放， 成本端下行看好长期成长 .....	24
4.1、 外销客户优质稳定， 内销品牌代工双管齐下 .....	24
4.2、 研发设计体系完善， 积极探索产品维度 .....	26
4.3、 规模化生产供应服务， 募投项目突破产能瓶颈 .....	28
4.4、 成本优势逐渐显现， 毛利率有望显著修复 .....	31
5、 盈利预测与评级 .....	34
6、 风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1: 依依股份历经多年发展聚焦宠物护理赛道	7
图 2: 公司主要产品的功能与用途	8
图 3: 2018-2023Q1-Q3 公司营业收入 (亿元) 及同比 YOY (%)	8
图 4: 2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元) 及同比 YOY (%)	8
图 5: 2018-2022 年分产品占主营业务收入占比 (%)	9
图 6: 2018-2022 年中国大陆和国外销售占比 (%)	9
图 7: 公司股权结构 (截至 2023Q3)	10
图 8: 宠物行业范畴及定义	11
图 9: 2021 年宠物行业产业结构	11
图 10: 2021 年疫情让消费者更加注重养宠卫生健康、商品品质、倾向于购买国货和线上购物	12
图 11: 2013-2022 年中国居民人均可支配收入 (元) 及同比 YOY (%)	12
图 12: 2013-2022 年中国每户家庭平均养宠支出 (元/户) 及同比 YOY (%)	12
图 13: 2013-2022 年中国 65 岁及以上人口 (百万人) 及同比 YOY (%)	13
图 14: 2016-2022 年中国抽样数地区家庭一人户户数 (户) 及同比 YOY (%)	13
图 15: 2022 年中国宠物行业消费者人群画像	13
图 16: 2018-2023 年全球宠物行业市场规模 (亿美元) 及同比 YOY (%)	14
图 17: 2012-2022 年美国宠物市场规模 (亿美元) 及同比增速 YOY (%)	15
图 18: 2011-2022 年美国家庭宠物渗透率 (%)	15
图 19: 2022 年美国宠物主人分布 (%)	15
图 20: 美国 CPI 月度同比及宠物、宠物商品和服务月度同比 (%)	16
图 21: 2018-2021 年欧洲宠物市场规模 (亿欧元)	16
图 22: 中国宠物市场规模 (亿元) 经历 3 个周期变化, 目前处于升级期	18
图 23: 2022 年美国和中国宠物行业市场规模 (亿元)	18
图 24: 2018-2022 年和 2023-2027 年宠物行业市场规模预测 CAGR (%)	18
图 25: 2020-2022 年中国宠物 (犬猫) 消费结构变化 (%)	19
图 26: 2017-2027E 年中美日其他娱乐用品和设备、花园和宠物的消费支出	19
图 27: 宠物用品类别及分类情况	20
图 28: MAT2023 年 3 月性别 TGI (MAT: 月滚动年销售趋势, 计算时间之前一整年的数据)	20
图 29: MAT2023 年 3 月年龄段 TGI (MAT: 月滚动年销售趋势, 计算时间之前一整年的数据)	20
图 30: MAT2023 年 3 月分地区 TGI (MAT: 月滚动年销售趋势, 计算时间之前一整年的数据)	21
图 31: 2021 年全球宠物用品行业市场竞争格局情况	21
图 32: 2021 年中国宠物用品细分市场占比 (%)	22
图 33: 2018-2025E 年宠物用品市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)	22
图 34: 2022 年 1-5 月京东智能宠物用品消费数据情况	23
图 35: 公司全球销售范围	24
图 36: 2018-2022 年前五名客户销售金额占比 (%)	24
图 37: 公司主要客户及主要合作产品示例	25
图 38: 2018-2020 年境内客户主要销售渠道收入及占比 (%)	26
图 39: 2018-2020 年境内客户主要销售渠道毛利率 (%)	26
图 40: 乐事宠及一坪花房主要产品系列	26
图 41: 2017-2022 年研发费用 (百万元) 及同比 YOY (%)	27
图 42: 2017-2022 年研发费用率 (%)	27
图 43: 截至 2022 年年报, 公司主要研发项目及项目进展	28
图 44: 公司部分最新专利申请情况及进展	28

图 45: 2017-2022 年宠物卫生用品销售收入规模 (亿元) 及同比 YOY (%)	29
图 46: 2018-2022 年出口金额占国内同类产品金额比例 (%)	29
图 47: 公司生产、采购销售、库存、供应链、物流管理模式	29
图 48: 2018-2020 年公司主要产品及产能利用情况	30
图 49: 公司募投项目进展情况及达产后产能情况 (截至 2023 年 12 月 29 日)	30
图 50: 2018-2022 年原材料成本占主营业务成本比例 (%)	31
图 51: 2022 年公司主要产品营业成本构成及占比 (%)	31
图 52: 宠物卫生用品上下游产业链	32
图 53: 2018-2022 年公司毛利率及各产品毛利率 (%)	32
图 54: 2018-2020 年公司原材料采购金额占比情况 (%)	32
图 55: 2018-2020 年主要原材料的采购单价 (元/kg) 及同比变动比率 (%)	33
图 56: 2012-2022 年中国造纸协会纸浆价格指数: 漂针木浆	33
图 57: 2014-2023 年南华聚丙烯指数	33

## 1、核心观点

**卡位宠物护理用品赛道，龙头竞争优势持续凸显。**依依股份是宠物卫生护理用品行业龙头，卡位优质赛道，外销出口份额领先，大客户合作稳定并形成较强壁垒与粘性，中长期有望通过自身优势持续拓展增量市场与客户；此外募投项目有望突破产能瓶颈，规模化生产成本优势逐渐显现。首次覆盖，给予“买入”评级。

**全球养宠需求不断增加，中国宠物用品市场增量空间有望稳步提升。**宠物行业包括宠物交易和宠物消费，目前已经发展成较完整的产业链。发达国家宠物行业发展逐渐成熟，全球宠物市场发展成熟预计 2023 年将达到 1810 亿美元。中国是全球第二大宠物市场，截至 2022 年宠物行业市场规模 847 亿元，随着养宠需求不断增加及渗透率提升，有望带动宠物清洁用品市场规模进一步提升。

**聚焦海外市场，营收利润稳健增长。**公司持续专注于宠物一次性卫生护理用品的研发与海外市场销售，2018-2022 年公司营业收入从 9.03 亿元提升至 15.16 亿元，营业收入 CAGR 为 13.83%。截至 2022 年外销市场销售占比超 90%，宠物一次性卫生护理用品销售占比为 95.32%。公司回购股份拟进行股权激励与员工共享发展成果，并形成有效激励。

**外销客户稳定优质，规模化生产叠加产能释放，成本端下行有望实现盈利边际改善。**公司主要客户包括亚马逊、PetSmat、沃尔玛、韩国 Coupang、Target、Chewy 等优质合作伙伴，海外客户准入门槛较高，凭借自身优势已成为多家客户独家供应商。公司已建立从采购到物流的精益化供应链模式，质量控制及高标准管理方法构建精细管理体系，新产能的释放有利于公司深化主营业务发展，突破现有产能瓶颈，增强公司产品供给保障能力。公司直接材料成本占比超 80%，在原材料环节具备较强的议价能力及相对稳定的采购渠道，预计产品毛利率随着成本回落有望得到进一步修复与提升。

**盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 14.15/17.69/20.42 亿元，同比 -6.71%/+25.04%/+15.42%，归母净利润 1.27/1.66/2.01 亿元，同比 -15.69%/+30.86%/+21.19%。

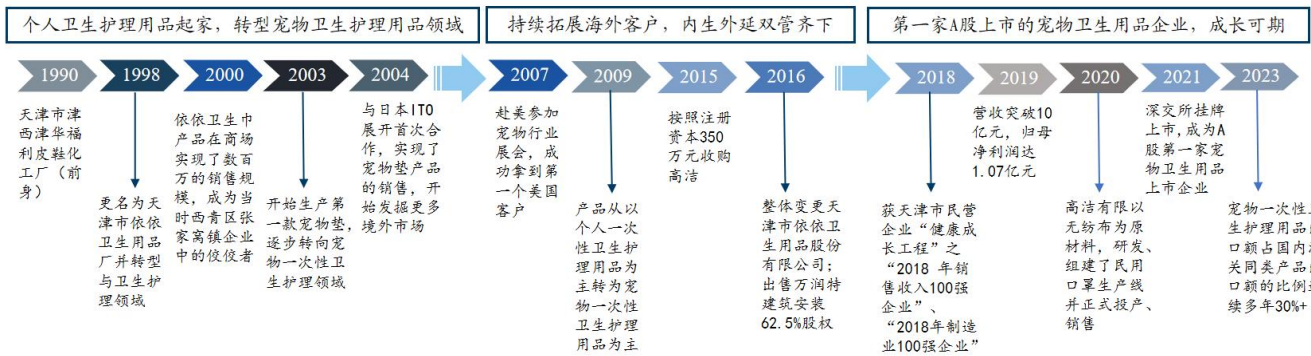
**风险提示：**中美贸易摩擦带来的经营风险，海外市场竞争风险，募集资金投资项目、在建项目不能达到预期收益的风险，原材料价格波动风险，汇率波动的风险。

## 2、宠物卫生护理用品龙头，聚焦外销市场代工业务

### 2.1、专注宠物卫生护理细分赛道，营收利润稳健增长

1990年卫生护理产品起家，始终专注宠物卫生护理细分赛道。公司成立于1990年，前身为天津市津西津华福利皮鞋化工厂，1998年更名为天津市依依卫生用品厂并转型进入卫生护理领域。自转型以来，公司专注于一次性卫生护理用品的研发与销售，2003年开始生产宠物垫，2009年后业务全面转向宠物一次性卫生护理用品，2021年公司在深交所挂牌上市，成为A股第一家宠物卫生用品上市企业。公司始终专注于宠物卫生护理领域的细分赛道，坚持高质量、高标准、稳健发展的战略定位，凭借敏锐的市场洞察力和极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。

图 1：依依股份历经多年发展聚焦宠物护理赛道



资料来源：公司年报，招股说明书，e公司微信公众号，国海证券研究所

公司主要产品为宠物一次性卫生护理用品、个人一次性卫生护理用品和无纺布。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，个人卫生护理用品包括卫生巾、护理垫、纸尿裤、口罩等。此外，公司自有品牌有一次性卫生用品“乐事宠（HUSHPET）”宠物尿垫、宠物尿裤、宠物清洁袋等；个人一次性卫生护理用品的品牌主要有“多帮乐”、“爱梦圆”护理垫，“依依”卫生巾和护垫。

图 2: 公司主要产品的功能与用途

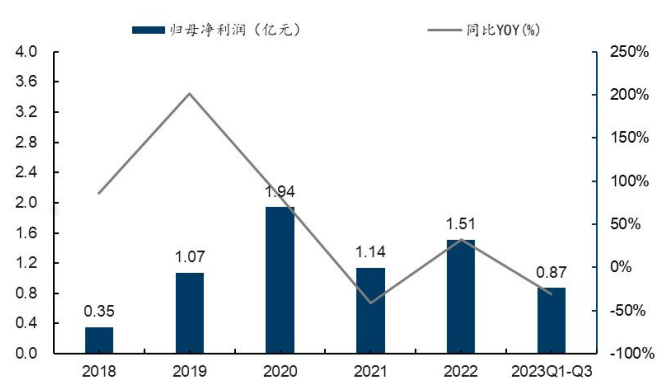
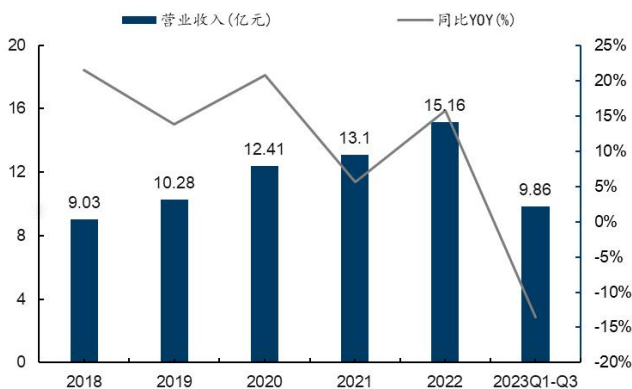
主要产品		功能与用途
宠物一次性卫生护理用品	宠物垫	宠物尿垫是用于犬、猫等家庭宠物的一次性卫生护理用品,主要用于犬类,其表面材料能够保持较长时间的干爽,其内部含有的吸水材料具有超强安全的吸水能力,具备安全舒适、干净卫生、耐拉扯、型号多等特点,还可以根据使用的不同材料,实现抗菌、消臭、诱导等功能。宠物垫可以为宠物主解决家庭养宠影响居住环境的痛点,省去处理宠物粪便的烦恼,同时能够帮助幼犬养成定点排泄的习惯。主要使用场景为家中日常使用,母犬生产使用,以及外出携带宠物时放于车内、箱笼或饭店房间等处使用。
	宠物尿裤	宠物尿裤是用于防止宠物犬、猫随意排泄的一次性卫生护理用品,主要有公犬用、母犬用和通用款三种型号,原材料为无纺布、进口绒毛浆、进口高分子等,具有结合体型量身定制、轻薄透气等特点。使用场景主要有携带宠物外出、进入公共场所、母犬经期、幼犬或老犬失禁等场景。
	其他宠物一次性卫生护理用品	包括宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等宠物卫生护理用品。宠物清洁袋、宠物垃圾袋主要用于户外使用,使宠物主能够尽情享受和狗狗一起外出的时光,保持公共卫生环境的清洁,解决户外处理宠物粪便的烦恼。宠物湿巾主要用于宠物日常清洁,方便快捷。
个人一次性卫生护理用品	护理垫(成人、婴儿)	护理垫是失禁护理常用的卫生用品,可以防止排泄物污染床单,保持床单清洁,其使用材料与宠物垫类似。使用场景主要有老年人或失禁人群使用、长途外出、特殊作业、婴儿护理、女性经期、产后护理、术后护理和失禁护理等。
	其他个人一次性卫生护理用品	包括卫生巾、纸尿裤、口罩等。
无纺布		无纺布被用做宠物垫、宠物尿裤、纸尿裤、口罩等的生产原料,用途广泛、经济实惠、轻质环保,是国际公认的保护地球生态的环保产品。

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

近五年营收利润稳步增长, 大客户去库存基本结束叠加订单提升有望实现规模与盈利修复。2018-2022 年公司营业收入从 9.03 亿元提升至 15.16 亿元, 营业收入 CAGR 为 13.83%; 2018-2022 年归母净利润从 0.35 亿元提升至 1.51 亿元, 归母净利润 CAGR 为 44.12%, 近 5 年来营收利润稳健增长。2023Q1-Q3 公司实现营业收入 9.86 亿元, 同比下降 13.55%, 实现归母净利润 0.87 亿元, 同比下降 31.08%, 受 2022 年同期高基数及大客户去库存的影响, 叠加汇率变动, 导致汇兑收益较同期减少并产生外汇衍生品的影响, 2023 年前三季度营收利润同比有所下降。目前公司的海外大客户去库存周期基本结束, 2023 年四季度整体订单量预计有望呈现环比修复与提升。

图 3: 2018-2023Q1-Q3 公司营业收入 (亿元) 及同比 YOY (%)

图 4: 2018-2023Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元) 及同比 YOY (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所



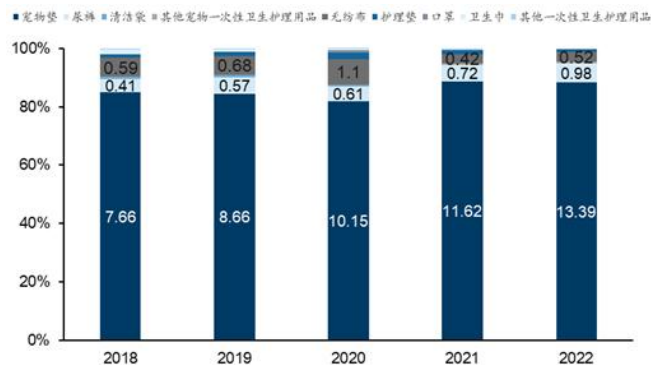
## 2.2、外销份额领先，宠物垫为核心产品

**分产品：**公司核心收入来源于宠物一次性卫生护理用品，宠物垫为核心产品。由于公司业务重心自 2009 年完成从个人领域向宠物领域的转移，收入占比持续向宠物护理用品倾斜，宠物一次性卫生护理用品占销售比例从 2018 年的 90.25% 提高至 2022 年 95.32%，2018-2022 年宠物一次性卫生护理用品占总营收比重基本在 90% 以上，截至 2022 年已达到 95.32%。2022 年宠物一次性卫生护理用品/个人一次性卫生护理产品/无纺布分别实现营业收入 14.45/0.18/0.52 亿元，同比增长 16.34%/ -28.00%/23.81%。其中宠物垫为核心产品，2022 年宠物垫产品实现营收 13.39 亿元，占宠物一次性卫生用品的比重达到 92.66%。

**分销售模式：**国外主要采用 ODM/OEM 模式销售，国内市场主要采用直销和经销模式。公司在海外主要采用 ODM/OEM 模式向大型宠物用品的品牌运营商、商超和电商平台销售产品，少部分产品以自有品牌模式向商超和电商平台销售。美国、日本欧洲的宠物一次性卫生护理用品市场规模较大，发展较为成熟，大型宠物用品的品牌运营商、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。在国内市场，公司主要采用直销和经销的方式进行销售。

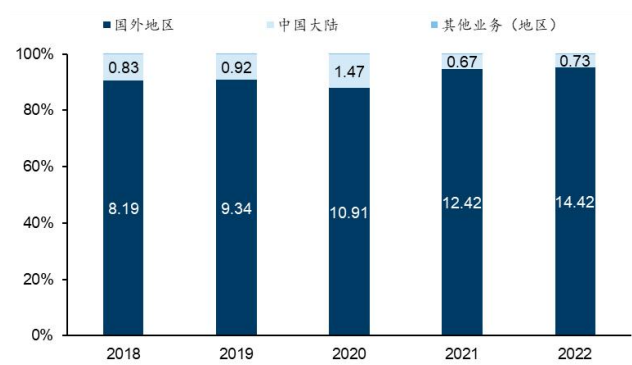
**分地区：**外销市场销售占比超九成，积极开发国际新客户。公司主营业务收入主要来源于境外市场，产品主要销往美国、日本、欧洲等国家和地区。公司外销收入稳定增长，由 2018 年 8.19 亿元增长至 2022 年 14.42 亿元，占总营收比重由 90.70% 增长至 95.12%，国内市场营收占比由 9.19% 降低至 4.82%，同时公司将继续积极开发新客户，持续扩大公司在国际市场的销售规模。

图 5：2018-2022 年分产品占主营业务收入占比 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：2018-2022 年中国大陆和国外销售占比 (%)



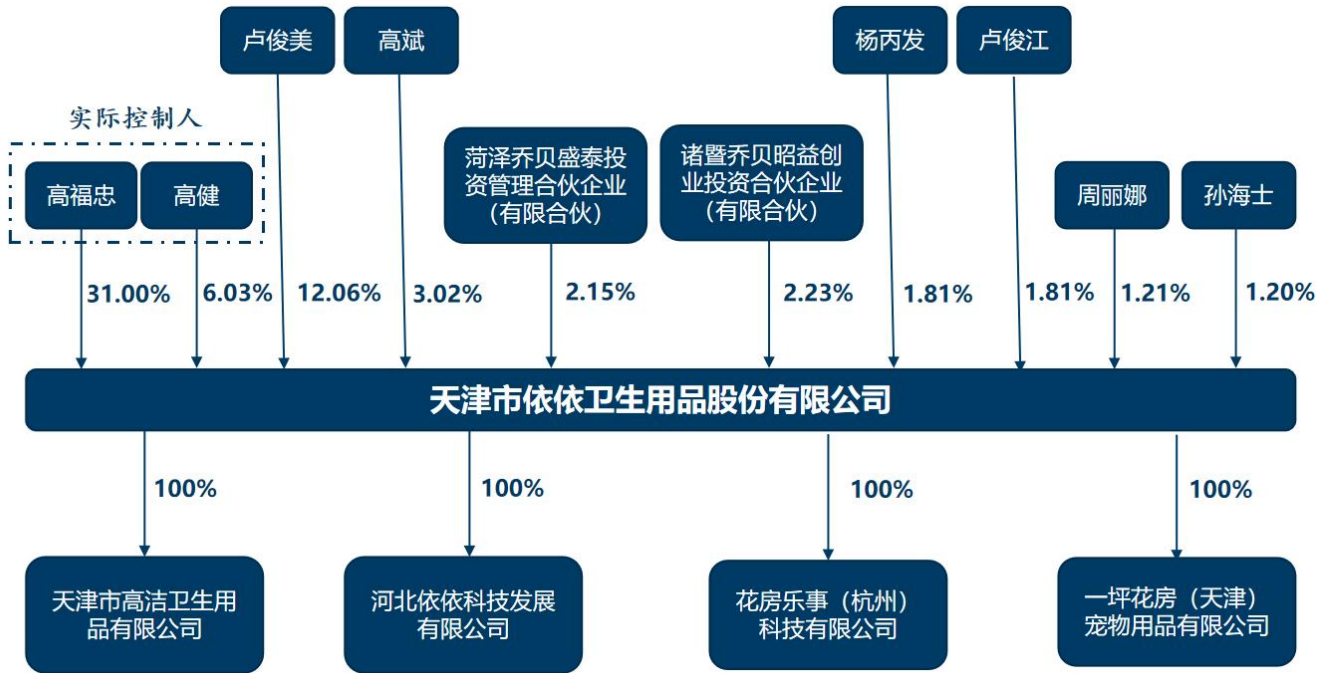
资料来源：Wind，国海证券研究所

## 2.3、股权结构集中，股权激励充分调动员工积极性

**股权结构稳定集中，股权激励彰显公司发展信心。**截至 2023Q3，公司实际控制人为高福忠（31.00%）、高健（6.03%）父子，实际控制人合计持股 37.03%，股权结构稳定集中；公司 100% 控股河北依依、一坪花房、花房乐事、高洁卫生用品有限公司。截至 2023 年 12 月 6 日，公司通过回购专用账户以集中竞价交

易方式回购公司股份达到 1% 并完成回购，累计回购股份数量 190.78 万股，占公司目前总股本的 1.03%，最高成交价为 16.598 元/股，最低成交价为 15.00 元/股，成交总金额为 0.30 亿元（不含交易费用），本次回购方案已实施完毕。回购股份将全部用于实施股权激励或员工持股计划，有利于进一步建立健全公司长效激励机制，彰显公司长期发展信心。

图 7：公司股权结构（截至 2023Q3）



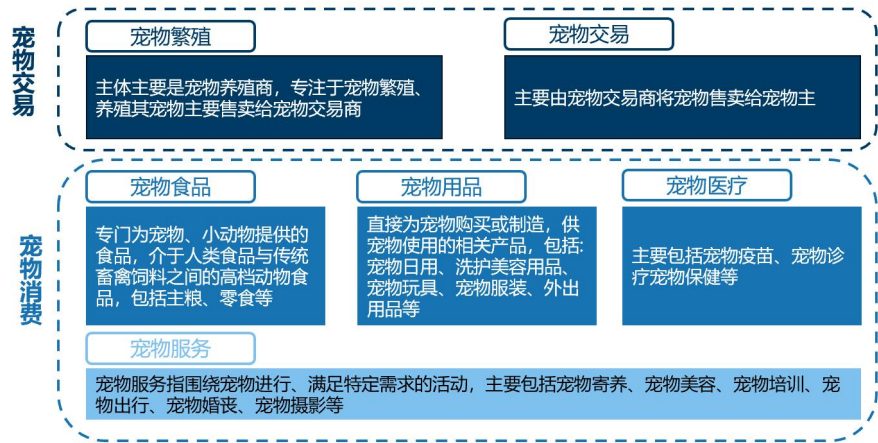
资料来源：Wind，公司年报，国海证券研究所

### 3、宠物赛道正当时，“它经济”扬帆起航

#### 3.1、养宠需求不断增加，消费潜力可期

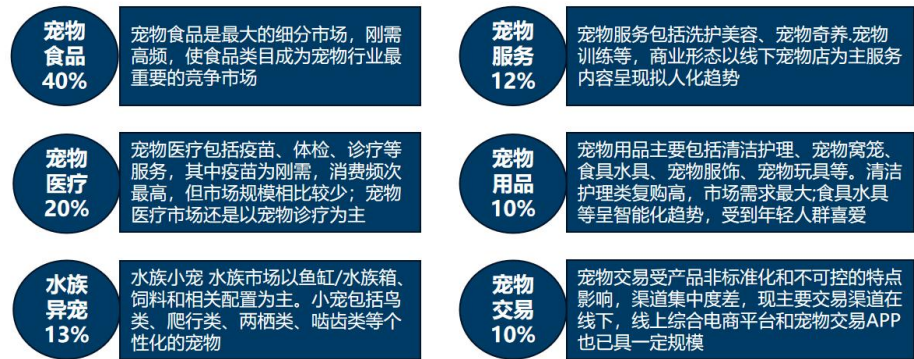
宠物行业包括宠物交易和宠物消费，宠物食品是消费的核心，医疗、用品及各类型服务日渐增长。宠物行业涉及到宠物的繁殖与宠物交易、以及围绕宠物消费的商品和服务，具体包括宠物食品、宠物用品、宠物医疗和宠物服务等多种类型。宠物食品类目是宠物行业最大的细分市场，2021 年宠物产业结构食品占比约为 40%。宠物用品的细分品类较多，2021 年宠物产业结构用品占比约为 10%，其中清洁护理用品复购率高，市场需求最大，看好长期发展空间。

图 8：宠物行业范畴及定义



资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

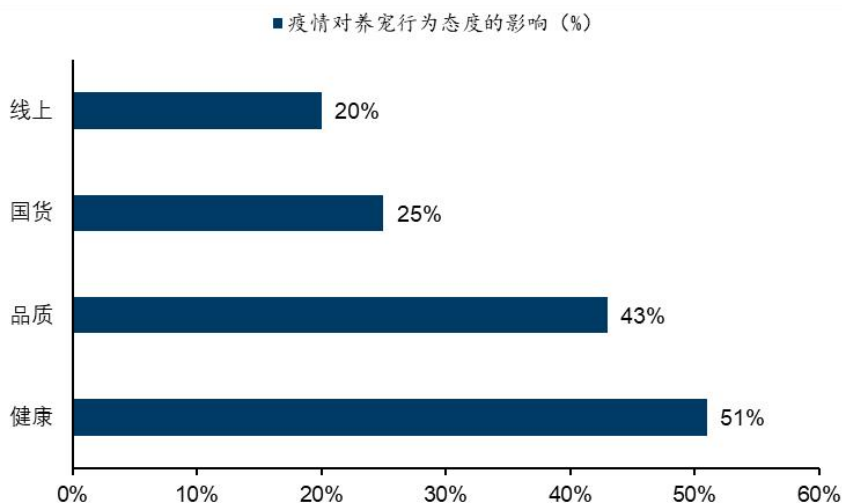
图 9：2021 年宠物行业产业结构



资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

受疫情居家影响，对宠物陪伴时间驱动宠物消费整体增长以及宠物主对宠物健康关注度提升。居家时间延长导致宠物主与宠物之间的感情加深，增加了情感消费和补偿消费；很多人在线“云吸宠”在一定程度上激发了人们养宠心理；消费者更倾向于品质、健康消费。同时在疫情的影响下，宠物消费向线上转移，电商平台销售快速增长。但是疫情对线下实体店影响较大，展会受限及比赛减少，新品牌、新产品曝光机会在一定程度上受到冲击。

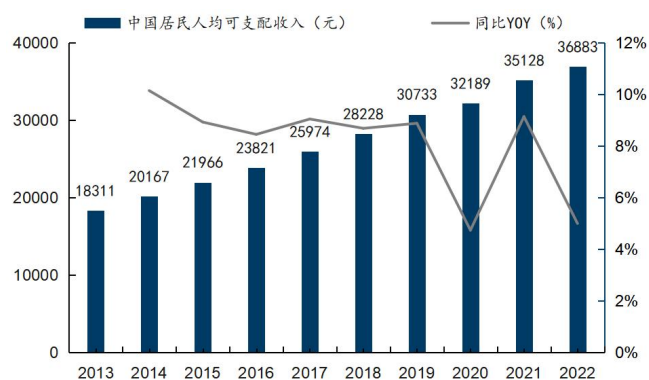
图 10: 2021 年疫情让消费者更加注重养宠卫生健康、商品品质、倾向于购买国货和线上购物



资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

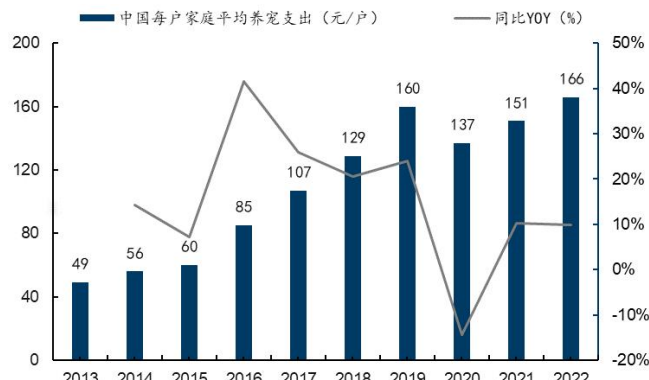
宠物主可承担更高的养宠成本, 养宠消费需求扩大。我国目前居民人均可支配收入保持快速增长态势, 2013-2022 年人均可支配收入复合增长率可达到 8.09%, 2022 年人均可支配收入已超过 3.6 万元, 宠物主可承担更高的养宠成本, 养宠支出也随之增加, 据欧睿国际 PASSPORT 数据, 2022 年中国每户家庭平均养宠支出已达 166 元/户, 2013-2022 年年复合增长率达 14.52%。

图 11: 2013-2022 年中国居民人均可支配收入 (元) 及同比 YOY (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

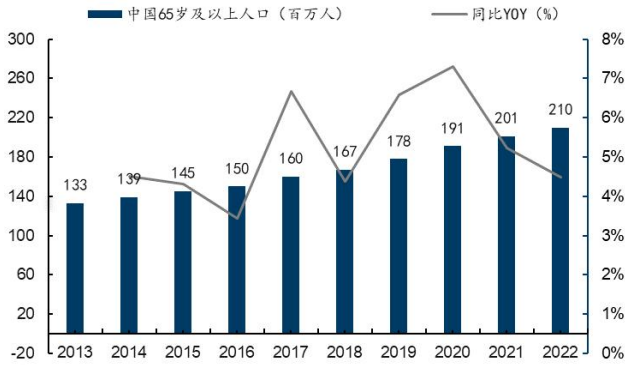
图 12: 2013-2022 年中国每户家庭平均养宠支出 (元/户) 及同比 YOY (%)



资料来源: 巨量算数, 算数电商研究院, 欧睿国际 PASSPORT 数据库, 国家统计局, 国海证券研究所

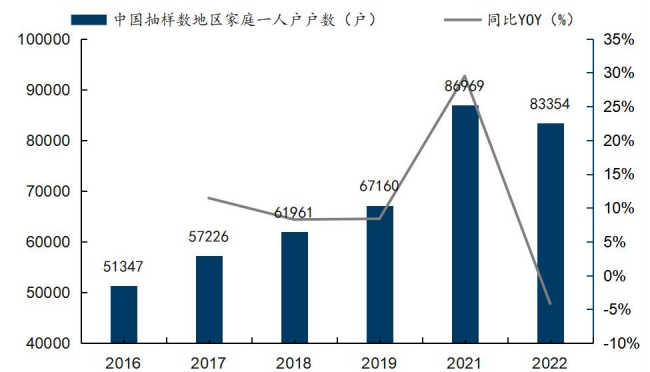
老年群体与独居人口增多, 为宠物行业带来新型消费市场。据国家统计局官方统计, 2022 年中国 65 岁及以上人口已超过 2 亿人, 占据中国人口总数的 15%, 老年群体存在陪伴与寄托需求; 年轻一代独居人口数量也在迅速扩大, 根据 Wind 数据, 2016 年中国抽样地区家庭独居户数仅为 5.13 万户, 而 2022 年则迅速增长至 8.34 万户, 宠物可以满足陪伴需求的同时, 还可以帮助缓解工作和生活压力, 这也为宠物行业的发展带来了新型的消费市场。

图 13: 2013-2022 年中国 65 岁及以上人口(百万人) 及同比 YOY (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 2016-2022 年中国抽样数地区家庭一人户数 (户) 及同比 YOY (%)

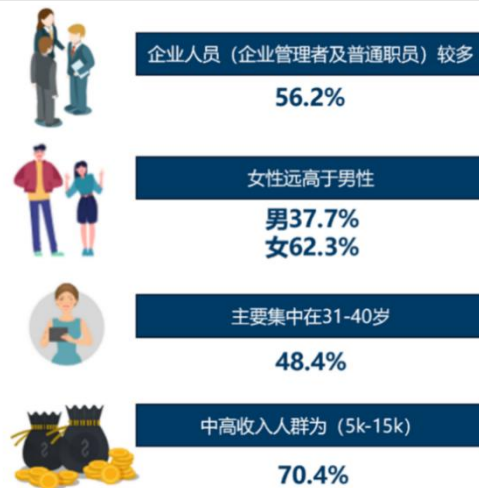


资料来源: Wind, 国海证券研究所

**养宠观念日趋成熟, 养宠方式迭代升级。**随着消费全面升级和养宠新趋势的发展, 宠物生活需求延伸至情感关注, 宠物逐渐成为家庭中的情感陪伴角色, 萌宠“富”养成为主流趋势。根据欧睿国际“中国宠物主 2023 年消费者调研”数据显示, 63%的消费者认为“宠物是亲密的家庭成员之一”。

**宠物消费者以女性且中高收入单身人群上班族为主, 消费潜力可期。**根据艾媒咨询统计的 2022 年中国宠物行业消费者画像, 企业人员 (企业管理者及普通职员) 较多, 占比约为 56.2%, 该群体大多处于工作和生活压力之下, 在一定情况下宠物能为其带来精神慰藉。单身人群数量增长, 也是中国宠物饲养数量快速上升的原因之一。同时女性 62.3% 占比远高于男性群体的 37.7%, 由于饲养宠物所花费金额较多, 需一定的经济条件作为支撑, 中高收入人群为 (月收入 5k-15k) 为我国宠物行业的主要消费者。

图 15: 2022 年中国宠物行业消费者人群画像



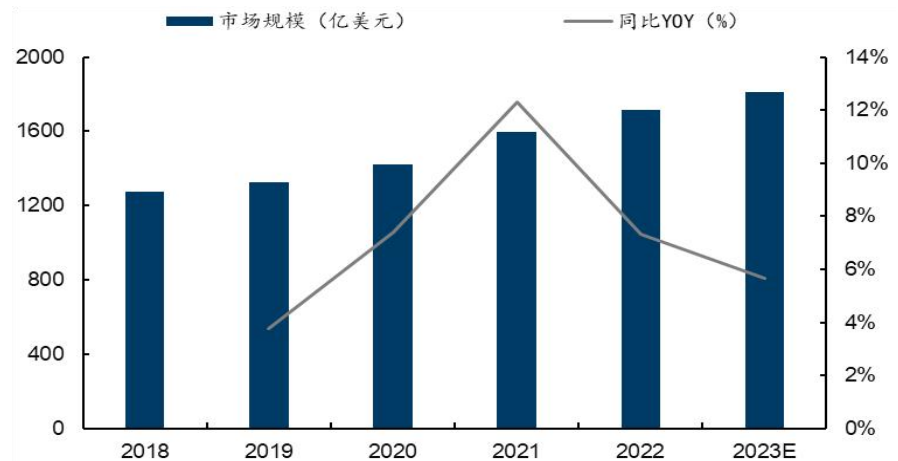
资料来源: 艾瑞咨询, 国海证券研究所

### 3.2、发达国家宠物产业体系较为成熟，市场规模稳健增长

发达国家宠物行业发展逐渐成熟，宠物产业逐渐壮大。宠物行业在发达国家已有百余年的历史，目前已形成了较为完整、成熟的产业链，包括宠物用品、宠物食品、宠物医疗、宠物培训、宠物保险、宠物美容等细分行业，宠物行业在发达国家已成为国民经济的重要组成部分。目前，国际宠物市场已经逐渐成熟，养宠物成为社会发展水平的一种标志。人们对宠物的日益喜爱促使宠物数量快速上升，进而促使宠物产业逐渐壮大。

全球宠物市场近年来进入平稳发展的阶段。全球宠物行业市场规模由 2018 年的 1275 亿美元增长至 2022 年的 1713 亿美元，复合年均增长率达 7.7%。预计 2023 年将增至 1810 亿美元。

图 16: 2018-2023 年全球宠物行业市场规模（亿美元）及同比 YOY（%）

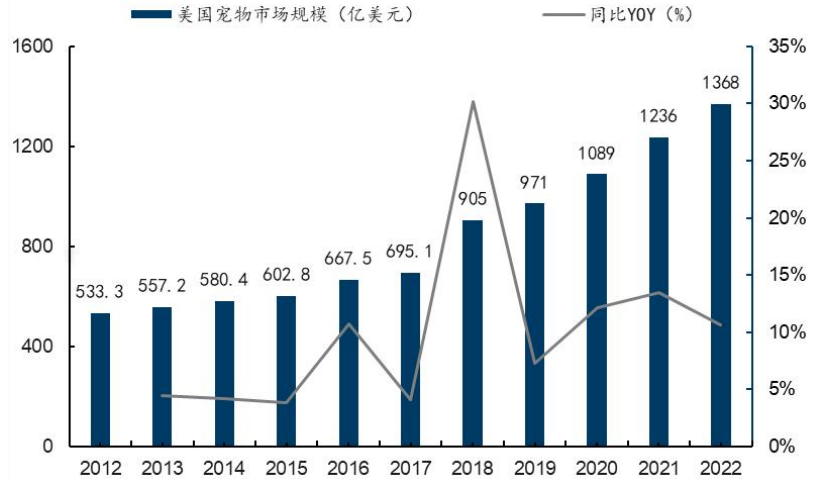


资料来源: Euromonitor International, 中商情报网, 国海证券研究所

**1) 美国市场:** 美国是全球最大的宠物经济体，近年来美国宠物市场规模稳定增长。根据美国宠物用品协会 (APPA) 数据，2022 年美国宠物市场规模达 1368 亿美元，同比 2021 年的 1236 亿美元增长 10.68%。2012-2022 年美国宠物市场规模由 533.3 亿美元增长至 1368 亿美元，复合年化增长率达 9.88%。

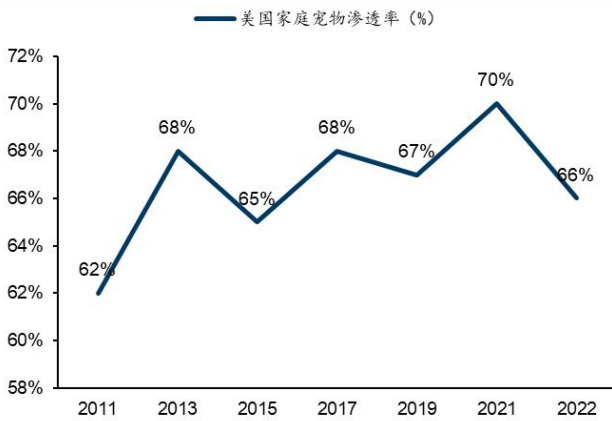
美国的宠物数量多，宠物家庭渗透率较高。2011-2022 年美国宠物家庭的渗透率均保持在 60% 以上，2022 年达到了 66%，宠物已经成为生活中的重要组成部分。在宠物消费人群中，千禧一代成为了最大的宠物主人，更愿意为宠物消费。2022 年千禧一代的宠物主人占美国总宠物主人的 33%，其次是 X 世代，占比为 25%。

图 17: 2012-2022 年美国宠物市场规模 (亿美元) 及同比增速 YOY (%)



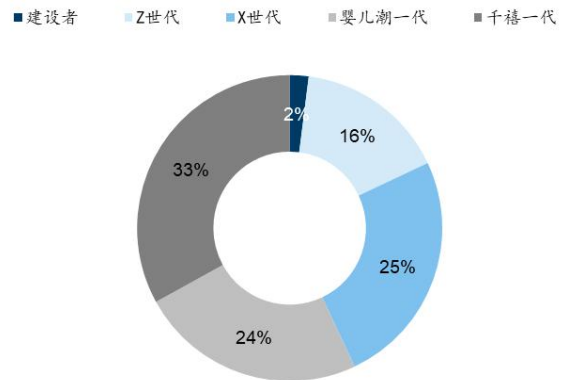
资料来源: 公司年报, 美国宠物用品协会 (APPA), 国海证券研究所

图 18: 2011-2022 年美国家庭宠物渗透率 (%)



资料来源: 公司年报, 美国宠物用品协会 (APPA), 国海证券研究所

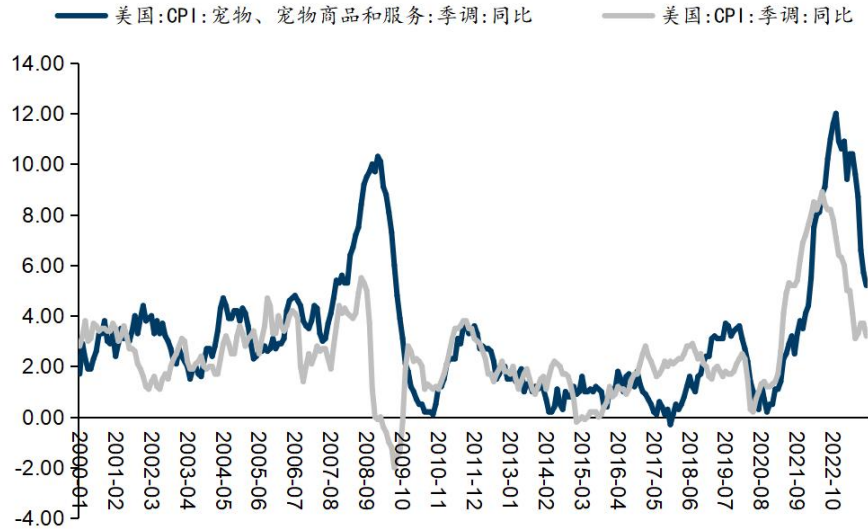
图 19: 2022 年美国宠物主人分布 (%)



资料来源: 公司年报, 美国宠物用品协会 (APPA), 国海证券研究所

**美国宠物消费高速增长, 需求韧性较强。**2008 年美国金融危机后, 居民整体消费支出下降, 但宠物消费却呈现高速增长趋势, 2008-2010 年美国宠物、宠物商品和服务 CPI 月度同比显著高于美国月度 CPI。2020 年疫情爆发后, 美国宠物市场快速增长, 美国宠物、宠物商品和服务 CPI 月度同比于 2022 年 12 月最高达 12%。

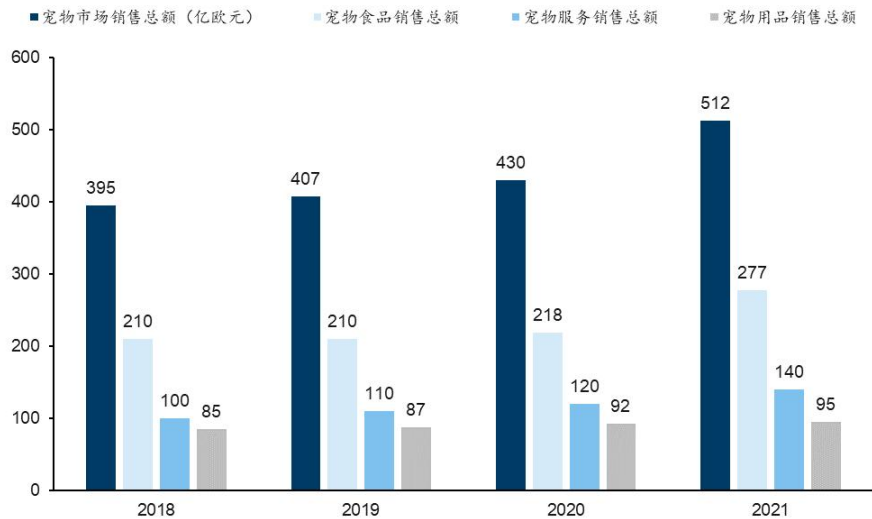
图 20: 美国 CPI 月度同比及宠物、宠物商品和服务月度同比 (%)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2) 欧洲市场: 欧洲是全球另一大宠物消费市场, 欧洲宠物市场规模呈现稳定增长趋势。2021 年欧洲宠物市场消费总额达 512 亿欧元, 同比 2020 年 430 亿欧元增长 19.07%。其中宠物食品市场是欧洲宠物市场最大的板块, 2021 年宠物食品销售总额为 277 亿欧元, 同比 2020 年 218 亿欧元增长 27.06%。根据欧洲宠物食品工业联合会 (FEDIAF) 数据, 2020-2021 年欧洲分别约有 8800/9000 万户家庭拥有宠物, 宠物家庭渗透率从 38% 提升至 46%。

图 21: 2018-2021 年欧洲宠物市场规模 (亿欧元)



资料来源: 公司年报, 欧洲宠物食品工业联合会 (FEDIAF), 国海证券研究所

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。市场份额主要被规模较高的国际品牌商所占据, 小品牌商竞争能力较弱。发达国家宠物用品的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有品牌产品, 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。



### 3.3、中国已成为全球第二大宠物市场，看好成长空间

中国宠物行业起步较晚，历经三个阶段行业逐步成熟。随着国民经济的发展和人均收入水平的提高，消费者的生活和消费方式开始发生变化，伴随着老龄化、少子化等人口结构的特征，人们对于情感需求日益增强，养宠意识的转变和宠物角色的转换，使中国宠物市场迎来快速增长。中国宠物市场发展经历三个阶段：

#### 1) 起步期（2013 年之前）：海外宠物理念引入中国，宠物行业发展具备条件

1992 年，中国小动物保护协会正式成立，宠物伴侣理念在中国兴起。1995 年前后，玛氏、雀巢等海外巨头入局中国市场，随即拉开国内宠物市场序幕，大量“海归”将海外宠物理念带入中国。2000 年后北上广等一线城市先后出台政策引导规范养犬，监管政策引导行业规范化发展，宠物角色发生转变，第一批网络宠物平台兴起，国内开始出现小规模宠物用品制造商。以上均为宠物行业发展起步提供条件。

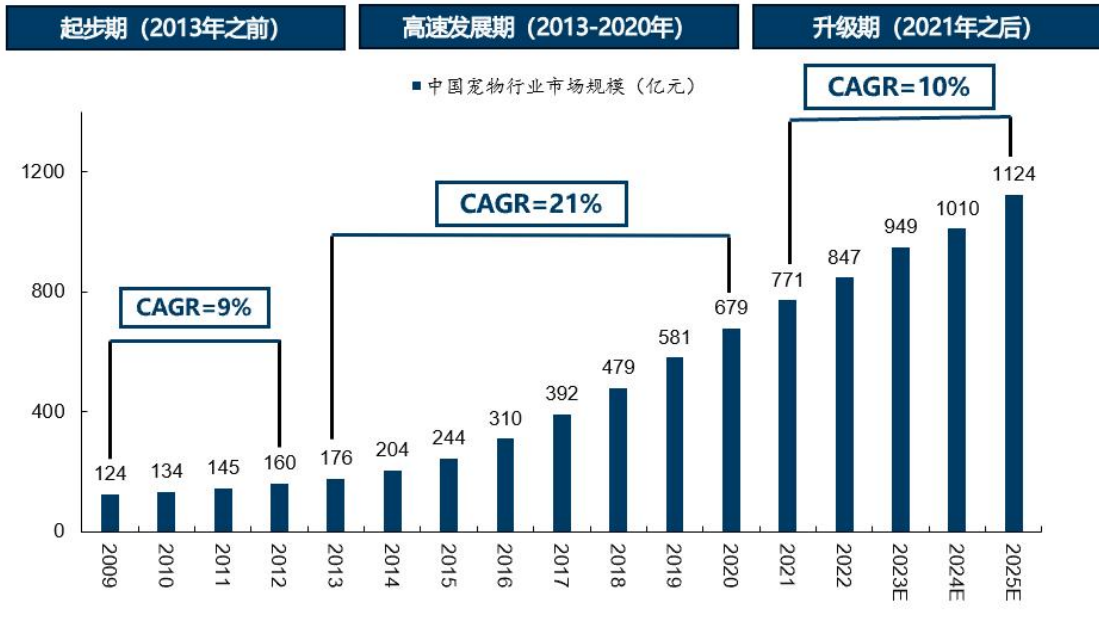
#### 2) 高速发展期（2013-2021 年）：国产品牌创业高潮兴起，互联网及电商快速发展助推行业高速增长

随着国民经济不断发展，人均可支配收入不断提升，各种新型服务模式在宠物行业展开，2013 年，伯纳天纯、麦富迪、迈斯等多家知名宠物品牌成立，国产宠物品牌发展迅速并逐渐规范。互联网和电商快速发展，宠物行业高速增长，京东等互联网零售渠道宠物业务高速增长，宠物行业成为快速发展且备受关注的领域。

#### 3) 升级期（2021 年之后）：新锐品牌增长较为迅速，行业逐步多元化和专业化

疫情爆发刺激了人们的养宠心理，宠物行业逐渐发展出覆盖宠物全生命周期服务的产业链。2022 年 10 月，TOP10 宠物新锐品牌在抖音平台内容剧增，转发量较 2021 年同期增长接近 200%。

图 22: 中国宠物市场规模 (亿元) 经历 3 个周期变化, 目前处于升级期

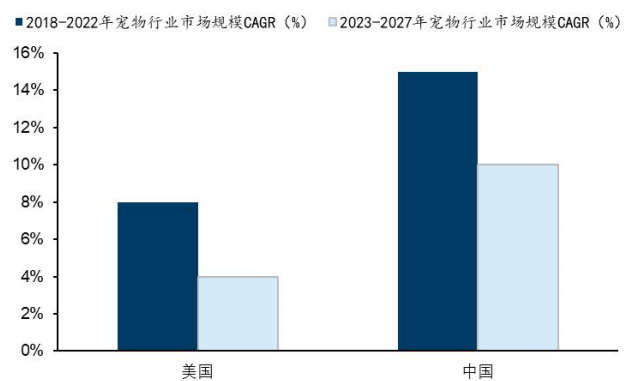
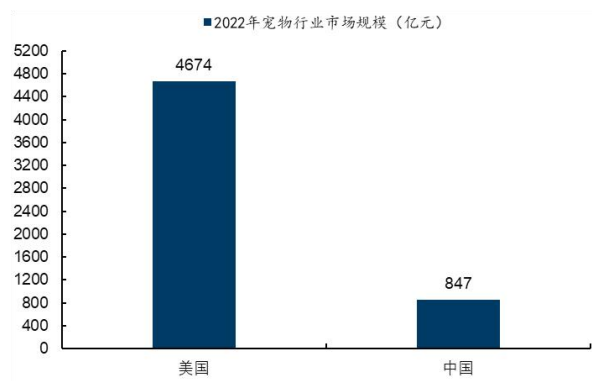


资料来源: 欧睿国际 PASSPORT 数据库, 国海证券研究所

2022 年中国宠物行业市场规模达到 847 亿元, 成为全球第二大宠物市场。根据欧睿国际 PASSPORT 数据, 2022 年美国宠物行业市场规模高达 4674 亿元, 中国宠物行业市场规模仅为 847 亿元, 中国仍有非常高的潜力发展空间, 2018-2022 年中国宠物市场年均复合增长率高达 15%, 远超美国的 8%, 且预计未来 2023-2027 年依旧会保持双位数的增长。

图 23: 2022 年美国和中国宠物行业市场规模 (亿元)

图 24: 2018-2022 年和 2023-2027 年宠物行业市场规模预测 CAGR (%)



资料来源: 欧睿国际 PASSPORT 数据库, 国海证券研究所

资料来源: 欧睿国际 PASSPORT 数据库, 国海证券研究所

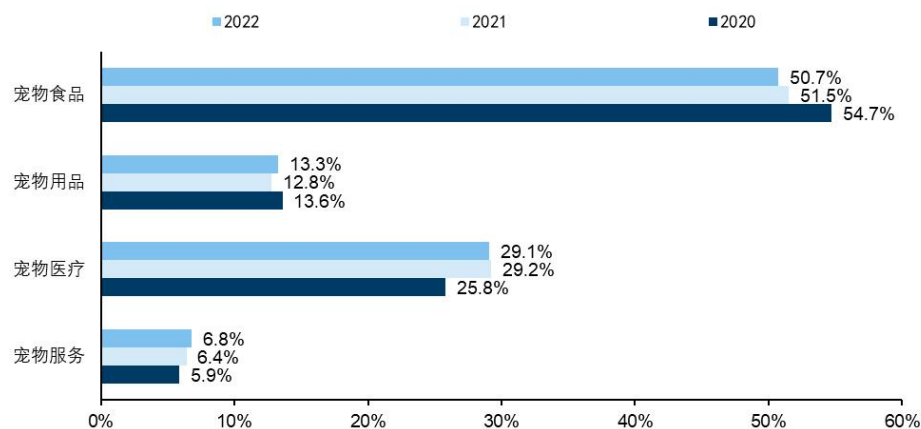
中国宠物家庭户数规模逐步扩大, 渗透率仍有增长空间。根据京东发布的《2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》, 2022 年中国宠物家庭户数规模即将破亿户, 渗透率达 20%, 对比美国 66%、欧洲 46% 的宠物家庭渗透率而言, 中国宠物市场仍有较大发展空间。

我国宠物市场已经形成产业链较为成熟, 宠物用品市场上升空间较大。基本满足了宠物的生活需求, 主要包括宠物食品、宠物医疗、宠物用品和宠物服务市场。宠物食品作为宠物刚需产品, 仍然是宠物行业消费占比最大的细分领域, 2022

年宠物食品市场份额为 50.7%。其次是宠物医疗市场，市场份额为 29.1%。宠物用品和服务市场份额较低，分别为 13.3%、6.8%，但上升空间较大。

**95 后宠物主占比达 36.8%，养宠年轻化趋势明显。**根据《2022 年中国宠物行业白皮书》发布的数据可知，2022 年 95 后在宠物主占比中达 36.8%，80 后宠物主占比较 2021 年相比有所减少，养宠人群年轻化趋势明显。

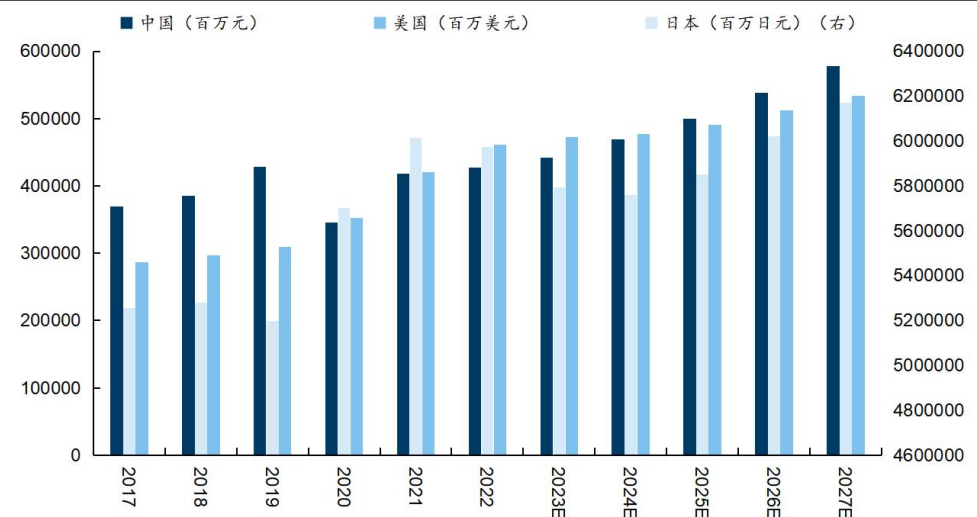
图 25: 2020-2022 年中国宠物（犬猫）消费结构变化（%）



资料来源：公司年报，《2020-2022 年中国宠物行业白皮书》，国海证券研究所

**中国宠物消费支出较低，未来增长空间看好。**2022 年，中国其他娱乐用品和设备、花园和宠物消费支出为 4266.81 亿元，根据 Euromonitor International 预测，2023-2027 年中国其他娱乐用品和设备、花园和宠物的消费支出预计将达到 6.95% 的年复合增长率，明显高于美国与日本。伴随着国民经济水平的提升以及养宠观念的改变，未来将会有较大的增长空间。

图 26: 2017-2027E 年中美日其他娱乐用品和设备、花园和宠物的消费支出



资料来源：Euromonitor International，国海证券研究所

### 3.4、我国宠物用品处于快速发展初期，宠物清洁用品市场空间广阔

宠物用品是专门针对宠物群体研发、生产和使用的用品，主要包括牵引器、清洁护理、宠物窝垫、食用器皿、宠物服饰、宠物玩具等，细分品类较多。具体来看，2021年我国宠物犬用品渗透率前五位的品类分别为宠物玩具、宠物窝垫、浴液香波、项圈牵引绳、宠物服饰，猫用品方面，玩具、笼舍背包类用品渗透率较高，其中一、二线城市以及年轻客群对于猫砂、猫抓板等必需品接受度更高。

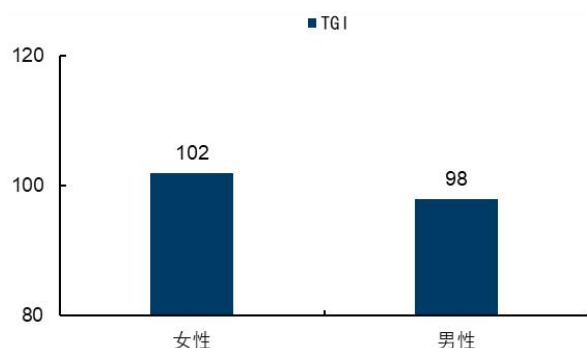
图 27：宠物用品类别及分类情况

类别	宠物用品分类 分类情况
牵引用具	牵引器主要用于宠物的出行、户外活动及户外防护的需求
清洁护理	清洁护理用品主要用于宠物的方便、清洁打理及护理等，同时兼具除臭、安全舒适等特性
宠物服饰	宠物服饰主要用于宠物的出行、保暖、防护等，同时还兼具美观、耐磨、耐撕咬等特性
宠物玩具	宠物玩具主要用于宠物玩耍、锻炼，促进人宠互动，兼具耐咬、耐磨特性
宠物窝垫	宠物窝垫主要用于宠物的睡眠与休憩，具有保暖、纳凉等功能，并强调健康、舒适、方便清洁与储藏的产品设计
食用器皿	宠物食用器皿用于宠物食品的盛放

资料来源：华经产业研究院，国海证券研究所

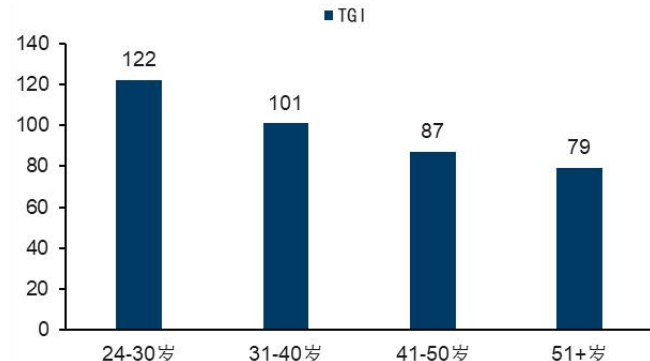
**抖音电商宠物用品兴趣人群画像：兴趣人群规模大。**宠物用品兴趣人群画像与消费人群一致，可以继续作为流量 TA 人群，优化缩短转化链路，促进消费增速。男性兴趣人群 TGI 为 98 (<100%)，可以作为流量潜力人群，尝试获客拉新。一线城市具备更加稳定的兴趣人群，宠物用品在下沉市场也沉淀了转化潜力人群。

图 28：MAT2023 年 3 月性别 TGI (MAT：月滚动年销售趋势，计算时间之前一整年的数据)



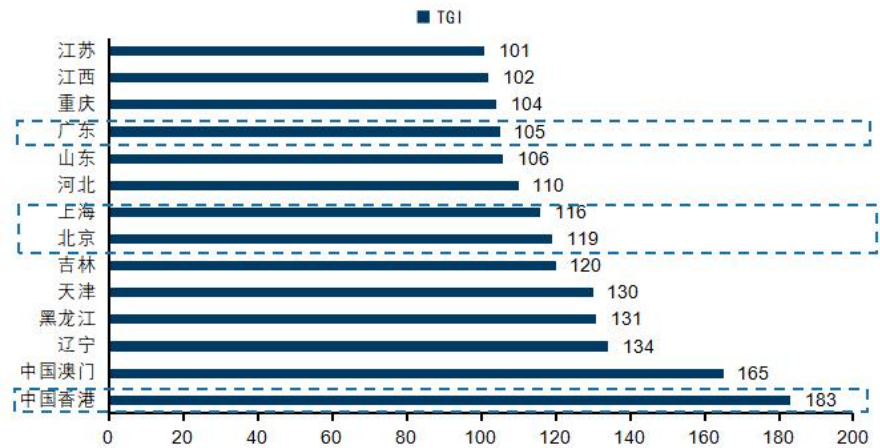
资料来源：蝉妈妈，蝉魔方，蝉妈妈电商智库，国海证券研究所

图 29：MAT2023 年 3 月年龄段 TGI (MAT：月滚动年销售趋势，计算时间之前一整年的数据)



资料来源：蝉妈妈，蝉魔方，蝉妈妈电商智库，国海证券研究所

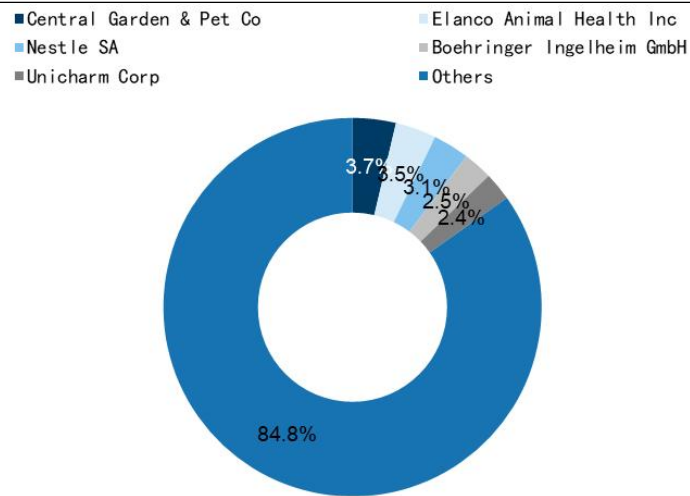
图 30: MAT2023 年 3 月分地区 TGI (MAT: 月滚动年销售趋势, 计算时间之前一整年的数据)



资料来源: 蝉妈妈, 蝉魔方, 蝉妈妈电商智库, 国海证券研究所

全球宠物用品竞争格局较为分散, 新兴公司有望打造自身优势实现突破。相较于宠物食品, 宠物用品行业格局相对分散且准入门槛较低。据华经产业研究院统计, 2021 年全球宠物用品行业 CR10 为 22.2%, 相较于 2015 年头部公司集中度有所下滑; 其中大型跨国公司通过全球供应链和优质代工厂获取低成本、高品质、持续更新迭代的宠物产品, 持续扩展产品线, 具有较为明显的先发优势。

图 31: 2021 年全球宠物用品行业市场竞争格局情况



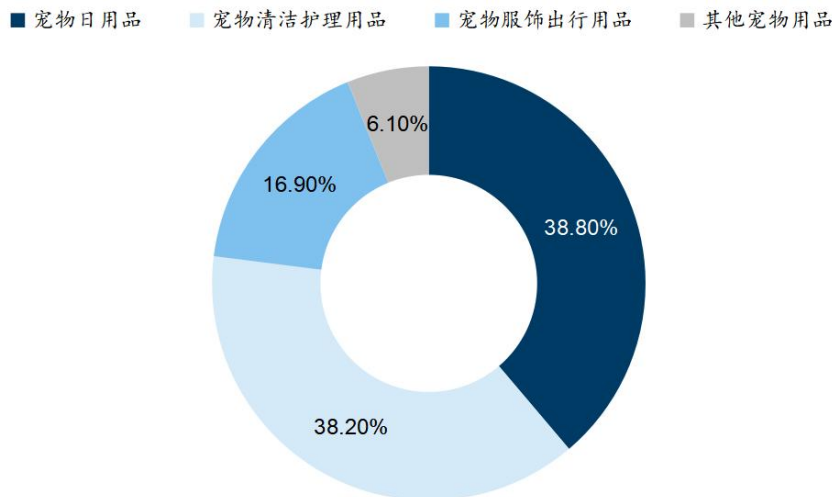
资料来源: 华经产业研究院, 国海证券研究所

国内宠物用品企业多以海外 ODM/OEM 代工为主, 市占率较低。我国宠物用品市场产品品类众多, 竞争格局分散且自主品牌建设方面较为薄弱, 企业多以海外 ODM/OEM 代工为主要业务。2021 年中国宠物用品企业 CR10 仅为 11.4% (统计口径中包括宠物医疗产品), 且每家企业的市占率均低于 3%, 市场集中度仍有较大提升空间。

宠物清洁用品和日常用品渗透率较大, 市场空间广阔。根据《2022 年中国宠物行业白皮书》, 2022 年宠物用品市场渗透率达 80.4%, 较 2021 年小幅上升。犬用品中玩具、窝垫、浴液香波渗透率较高, 分别为 77.9%、75.2%和 70.7%, 猫

用品中猫砂、玩具渗透率较高，为 91.2%和 84.8%，表明宠物清洁用品和日常用品消耗大，渗透率在宠物用品中占比较大。据艾媒咨询数据，在中国宠物用品的细分市场中，宠物日用品占 38.8%、宠物清洁护理用品占 38.2%。宠物清洁护理产品、宠物日用品有望成为宠物用品的新增长点。

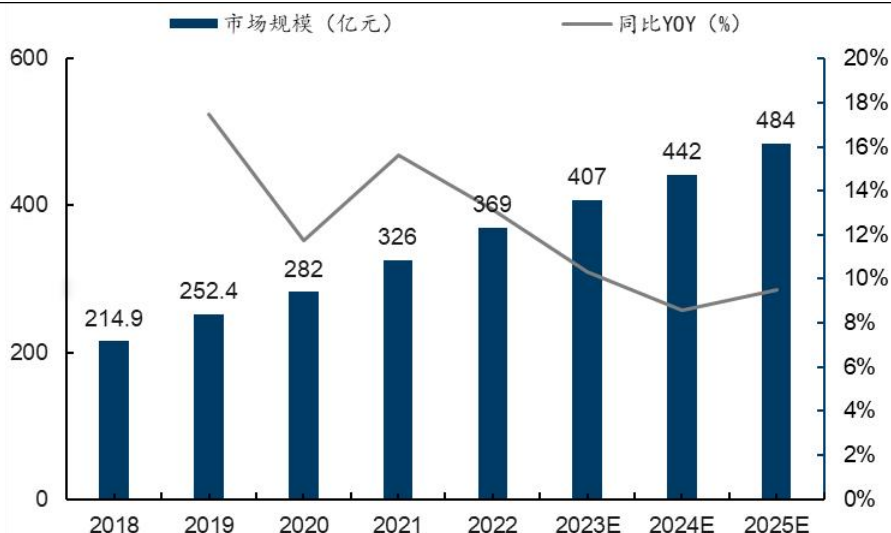
图 32: 2021 年中国宠物用品细分市场占比 (%)



资料来源: 艾媒咨询, 国海证券研究所

中国宠物用品市场规模不断扩大, 看好增量空间。2022 年中国宠物用品市场规模达到 369 亿元, 同比增长 13.2%, 2018-2022 年中国宠物用品市场规模年复合增长率达到 14.47%。随着宠物企业的研发、生产能力不断增强, 各类具有宠物特色的产品将成为带动宠物用品市场发展的增量, 2025 年宠物用品市场规模预计将达 484 亿元。

图 33: 2018-2025E 年宠物用品市场规模 (亿元) 及同比增速 (%)



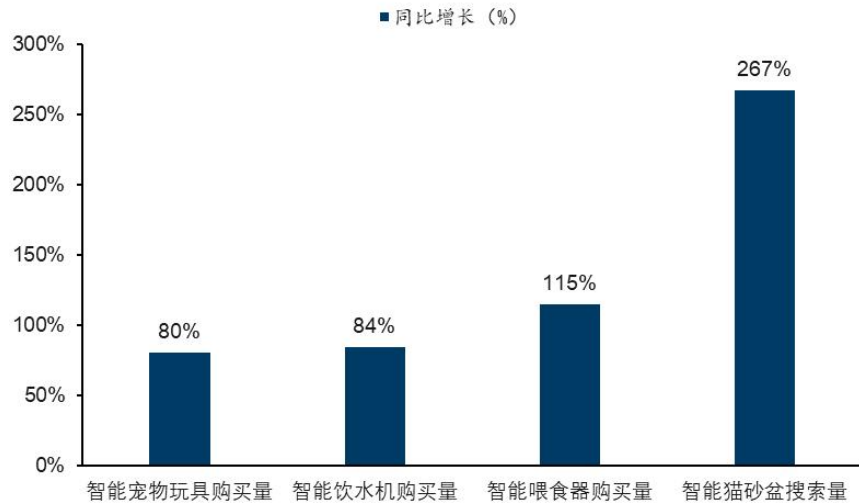
资料来源: 艾媒咨询, 国海证券研究所

宠物数量及养宠人群增加, 带动宠物用品市场需求增加。根据《2022 年中国宠物行业白皮书》, 2022 年城镇犬猫数量为 11655 万只, 较 2021 年增长 3.7%, 城镇宠物 (犬猫) 主 7043 万人, 较 2021 年增长 2.9%, 随着宠物数量和养宠人

群的增加，宠物用品的人均消费也呈上升状态，宠物用品行业的市场需求增加。

数字化、智能化升级已成为中国宠物用品行业未来发展趋势之一。2022年1-5月京东智能宠物玩具购买量同比增长80%，智能饮水机购买量同比增长84%，智能喂食器购买量同比增长115%，智能猫砂盆搜索量同比增长267%。数字化、智能化升级已成为中国宠物用品行业未来的发展趋势。

图 34：2022 年 1-5 月京东智能宠物用品消费数据情况



资料来源：艾媒咨询，国海证券研究所

我国宠物用品行业处于快速发展初期，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。

市场较为分散，集中度会呈现集中整合趋势。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。

## 4、优质客户叠加产能释放，成本端下行看好长期成长

### 4.1、外销客户优质稳定，内销品牌代工双管齐下

大客户准入门槛高，公司已成为部分知名跨国客户独家供应商。目前公司已形成以美国、欧洲、日本众多大型商超、宠物用品专营品牌商和电商平台为主的客户资源体系，上述客户的供应商准入门槛极高，甄选程序极为严苛、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极高。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。

客户市场渠道稳定，粘性较强，客户关系稳定。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。公司凭借规模化的产能优势，过硬的产品品质，较强的综合生产管理能力和客户构建了稳定持久的合作关系。众多大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台如亚马逊、PetSmat、沃尔玛、韩国 Coupang、Target、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺、英国 Pets at home、巴西 Zeedog 等都是公司优质的合作伙伴。

图 35：公司全球销售范围



资料来源：公司年报

图 36：2018-2022 年前五名客户销售金额占比 (%)











资料来源：公司年报，招股说明书，国海证券研究所

公司前五大客户销售占比集中，逐步拓展潜在客户。2018-2022 年前五名客户销售金额占比分别为 53.66%、56.06%、48.75%、53.85%、53.74%，基本稳定在 50% 以上。大客户关系稳固的基础上，公司稳步拓展新客户，已与新客户达成一定合作。公司将积极参加国内外大型宠物专业展会，大力扩展、挖掘潜在客户。



图 37: 公司主要客户及主要合作产品示例

客户	地区	客户或品牌介绍	2020年销售占比 (%)	主要合作产品示例
PETSMART	美国	PETSMART HOME OFFICE.INC.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, 曾在纳斯达克上市 (PETM.O), 2014 年在被收购后退市	14.19%	
沃尔玛	美国	WAL-MART STORES.INC. (沃尔玛), 主要从事零售业, 包括各种折扣店、超市、社区便利店等	10.27%	
亚马逊	美国	AMAZON.COM SERVICES.INC(亚马逊), 全球化的网络零售商, 提供各类零售产品的网络平台销售。亚马逊是纳斯达克上市公司 (AMZN.O)	9.54%	
Chewy	美国	CHEWY.INC, 美国最大的宠物电子零售商, 于 2017 年 5 月被PetSmart 收购, 是纽约证券交易所上市公司 (CHWYN)	1.60%	
日本佳蓓露	日本	JAPPELL COMPANY,LTD. (日本佳蓓露), 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	7.90%	
日本伊藤	日本	ITO AND CO.,LTD. (日本伊藤) 主营业务为宠物饰品、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	5.25%	
日本永旺	日本	AEON TOPVALU CO.,LTD. (日本永旺), 是亚洲领先的综合零售及服务企业集团, 主要经营购物中心综合百货超市, 为东京证券交易所上市公司 (8267.T)	2.89%	
Target	美国	TARGET CORPORATION, 是一家高级折扣零售店, 是美国第四大零售商。主要通过实体商店和在线网站 Target.com 为客户提供当今时尚前沿的零售服务, 销售家庭服装、家居饰品、食品及日用消费品等, 是纽约证券交易所上市公司 (TGT.N)	3.33%	

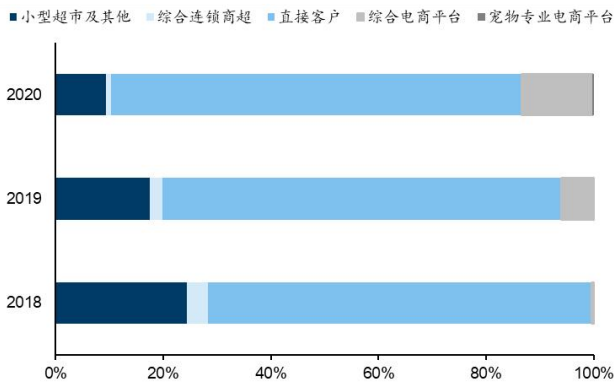
资料来源: 招股说明书, 国海证券研究所

国内宠物一次性卫生护理用品市场起步较晚, 公司以 ODM/OEM 模式和自有品牌模式进行销售, 品牌代工双管齐下。

1) ODM/OEM 模式: 随着国内宠物市场的快速发展, 国内也迅速成长了知名的宠物品牌运营商, 如耐威克宠物品牌运营商, 上海耐威克宠物用品有限公司, “疯狂小狗”品牌运营商徐州迈仕电子商务有限公司。这些宠物品牌运营商主要依靠供应链采购, 公司以 ODM/OEM 方式拓展上述国内宠物品牌运营商。

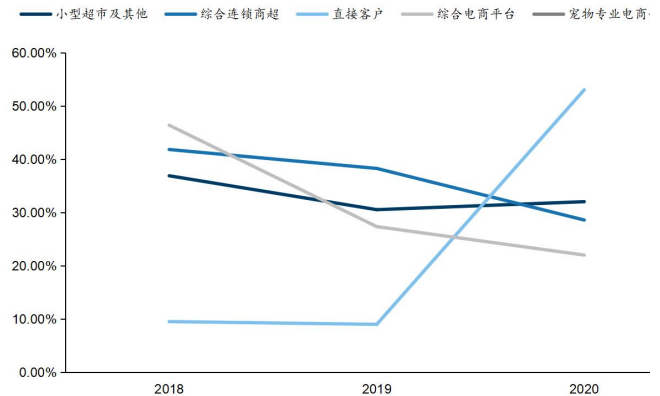
2) 自有品牌模式: 公司自有品牌“乐事宠 (HUSHPET)”宠物尿垫、宠物尿裤、宠物清洁袋等主要通过经销商、京东自营、天猫、抖音等进行销售。公司自有品牌个人一次性卫生护理用品“多帮乐”、“爱梦园”护理“依依”卫生巾和护垫等主要通过经销商、天猫、京东销售。公司新设全资子公司一坪花房, 专门负责自主品牌的推广与销售, 经营宠物食品、用品的批发和零售。

图 38: 2018-2020 年境内客户主要销售渠道收入占比 (%)



资料来源: 招股说明书, 国海证券研究所

图 39: 2018-2020 年境内客户主要销售渠道毛利率 (%)



资料来源: 招股说明书, 国海证券研究所

**产品矩阵丰富, 持续拓展自主品牌销售。**作为国内较早从事“宠物卫生护理用品”产业的生产服务商之一, 公司扎根华北地区多年, 深耕细作, 率先打造覆盖全生产环节、全应用场景、全产品体系的规模化宠物卫生护理用品生产基地。公司对自有品牌进行了全渠道布局, 通过线上电商平台、线下经销商模式以及与宠物品牌运营商合作, 设立京东、天猫和拼多多旗舰店进行自营销, 并进驻抖音、微店等新零售场景, 近两年也与宠物商店、宠物医院有所合作。公司将持续加大自主品牌建设, 努力拓展自主品牌销售业务。

图 40: 乐事宠及一坪花房主要产品系列



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

## 4.2、研发设计体系完善, 积极探索产品维度

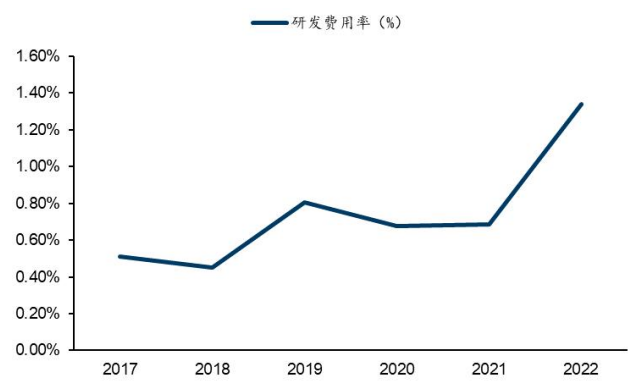
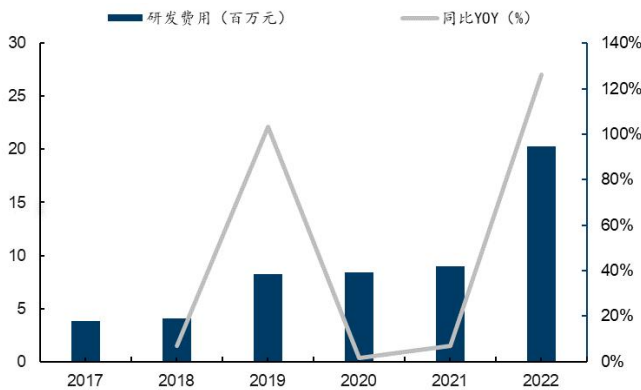
公司持续关注宠物卫生护理赛道的最新消费动向, 积极探索宠物卫生护理用品的市场空间和产品维度。公司具备专业化的产品研发团队, 针对市场潜在的消费可能, 迅速实现新产品的落地转化, 不断向下游客户推荐、迭代升级产品品质、丰富产品种类, 同时利用下游客户成熟的市场推广渠道, 与下游客户强强联合, 形成“调研-试产-市场反馈-产品正式推介”的良性互动闭环, 为有效拓展产品的想象空间提供了强有利保障。

公司逐步建立完善的研究设计体系，已研发千余种宠物卫生护理用品。公司在不断满足不同地域、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的过程中，逐步建立了完善的研究设计体系，形成了自身独具特色的研究设计优势。公司先后研发并成功向市场推出具有固定贴、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。

研发费用不断提升，致力于打造产品研发、生产到销售的全产业链。公司通过紧跟市场发展趋势，把握客户需求变化，不断提升规模化生产供应能力及产品品质，致力于打造从产品研发、生产到销售的全产业链企业。2017-2022 年公司研发费用逐步增长，2022 年公司研发费用达 2030 万元，同比增长 126.06%，公司重视研发投入，研发费用率总体上呈现增长趋势，2022 年研发费用率达到 1.34%。

图 41：2017-2022 年研发费用(百万元)及同比 YOY (%)

图 42：2017-2022 年研发费用率 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

实用新型专利及研发项目进展顺利，提高公司产品竞争力。根据招股说明书，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。根据公司 2022 年年报，目前可展开式立体宠物尿垫、含活性炭除臭宠物尿垫、无纺布生产加工用验布机开发、宠物尿垫生产用在喷胶装置开发项目已完成并用于生产，超柔透气型失禁宠物尿垫的研究还在进行中，以上项目均有利于优化公司的产品结构，提升产品的市场竞争力，提高公司的盈利能力。

图 43: 截至 2022 年年报, 公司主要研发项目及项目进展

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
可展开式立体宠物尿垫的研究	结合宠物狗的生理习性和小便习惯, 开发具有针对性特点的宠物尿垫	已完成并应用于生产	开发更有针对性, 防护效果更好的宠物垫产品	优化公司产品结构, 提升产品市场竞争力, 提高公司盈利能力
含活性炭除臭宠物尿垫的研究	显著改善环境卫生	已完成并应用于生产	开发既能吸收尿液散发的气体异味, 也能掩盖尿渍颜色的产品, 显著改善环境卫生和观感, 切实解决消费者卫生性要求更高的需求	优化公司产品结构满足消费者差异化需求, 提升产品市场竞争力, 提高公司盈利能力
无纺布生产加工用验布机的开发	解决验布环节费时费力	已完成并应用于生产	开发具备智能停运功能的验布技术环节	提高产线效能, 降低人工成本, 提升公司盈利能力
宠物尿垫生产用在线喷胶装置的开发	解决胶液摊平时容易导致宠物尿垫位置出现偏离的现象	已完成并应用于生产	有效的实现对堆积在宠物尿垫上的胶液进行摊平, 避免宠物尿垫堆积而导致喷涂面不平整的现象	降本增效, 提高公司盈利能力
超柔透气型失禁宠物尿垫的研究	提高产品舒适度和透气性	在研	开发更舒适、贴身的失禁产品, 提升产品透气性及吸收速度	优化公司产品结构满足消费者差异化需求, 提升产品市场竞争力, 提高公司盈利能力

资料来源: 公司年报, 国海证券研究所

图 44: 公司部分最新专利申请情况及进展

专利权人	专利名称	专利申请日	简要说明
河北依依	一种尿垫包装过程中的压实装置	2023/4/10	技术方案要点是一种尿垫包装过程中的压实装置, 包括工作台, 工作台包括操作板, 还包括压实组件、位移传感器一、靠近支撑腿放置的推动装置, 达到减少宠物尿垫破损或折叠后的宠物尿垫扭曲的情况发生的效果
河北依依	一种尿垫连续包装生产线	2023/4/10	本发明属于尿垫包装技术领域, 其技术方案要点是一种尿垫连续包装生产线, 依次包括理片机、堆叠流水线、压实流水线和包装流水线, 还包括控制模块和暂存输送线, 达到提高多摞宠物尿垫的包装效率的效果
天津依依	一种喷胶枪头及胶枪	2023/3/27	本发明属于打胶工具技术领域, 其技术方案要点是一种喷胶枪头, 包括上安装块和下安装块, 上安装块和下安装块之间设置有内芯层, 达到提高生产作业连续化的效果
天津依依	一种刮胶装置	2023/3/27	本发明涉及卫生用品生产的技术领域, 具有简化供胶量调节方式, 降低生产成本的效果
河北依依	一种无纺布收卷机	2023/3/24	本实用新型涉及无纺布生产技术领域, 公开了一种无纺布收卷机, 从而方便对下次收卷无纺布产生的布絮进行回收, 进一步提高布絮的回收效率
天津依依	隔尿垫	2023/1/12	本外观设计产品的用途: 用于隔尿垫; 本外观设计产品的设计要点: 在于形状与图案的结合
河北依依	一种多层宠物尿垫	2022/11/30	本实用新型涉及宠物用品技术领域, 公开了一种多层宠物尿垫, 推动矩形框配合矩形布袋将多层尿垫进行收卷减小多层尿垫的体积, 进一步的便于人员手持对使用的多层尿垫进行清理
河北依依	一种宠物尿垫生产整理装置	2022/11/23	本实用新型涉及宠物尿垫生产技术领域, 公开了一种宠物尿垫生产整理装置, 卸料板可对尿垫进行托起, 使得后续工作人员对尿垫的卸料更为便捷高效

资料来源: 国家知识产权局, 国海证券研究所

### 4.3、规模化生产供应服务, 募投项目突破产能瓶颈

长期稳定提供规模化生产服务, 满足客户多样化产品需求。原材料中的绒毛浆属于国际贸易的大宗商品, 卫生纸、流延膜等原材料行业生产企业众多, 公司通过规模化采购各项原材料, 可有效降低原材料采购成本。同时公司自 2003 年开始生产第一款宠物垫, 通过在一次性卫生用品行业内多年的深耕细作, 形成了具有竞争力的规模化生产能力、质量管理能力, 以及完整的宠物卫生护理用品体系, 能够为客户提供规模化合格产品生产供应服务, 满足客户多样化的需求。

主营产品保持快速增长, 出口领域规模优势突出。2017-2022 年公司宠物卫生

护理用品销售收入规模逐年增长，2022 年收入规模达 14.45 亿元，同比增长达 16.34%。2018-2022 年公司对外出口金额占海关统计国内同类出口产品总金额的比例呈现逐年提高的趋势，2022 年出口金额占国内同类产品总金额比例达 38.13%，在同类产品出口市场领域中规模优势极为突出。

图 45: 2017-2022 年宠物卫生用品销售收入规模 (亿元) 及同比 YOY (%)

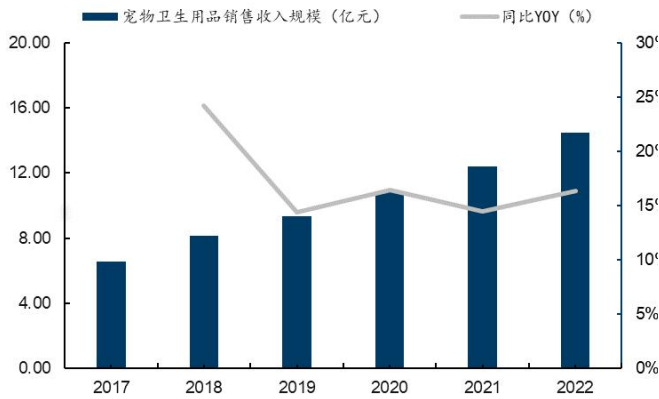
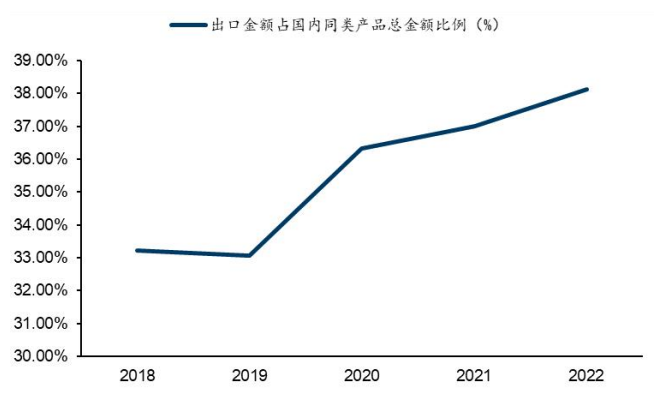


图 46: 2018-2022 年出口金额占国内同类产品金额比例 (%)

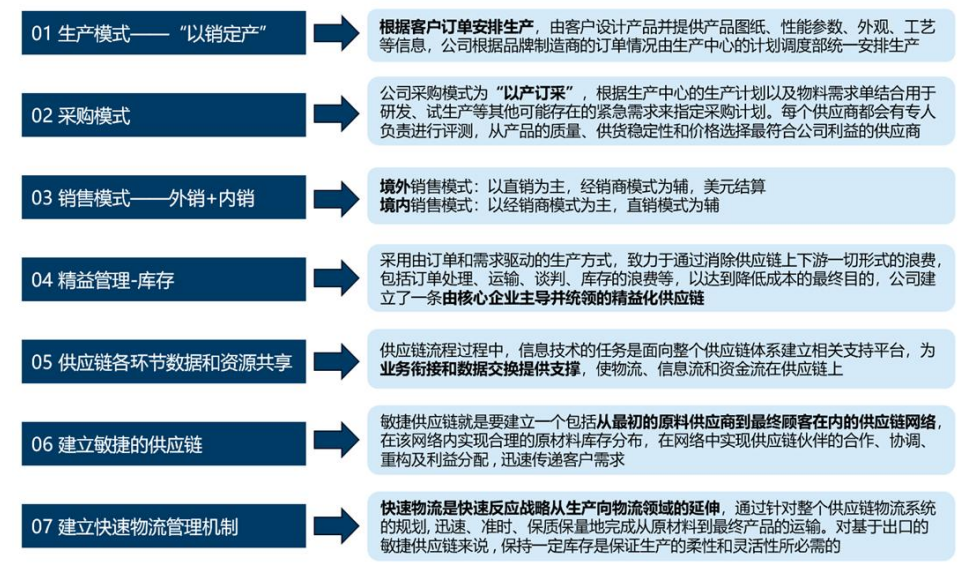


资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国海证券研究所

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 国海证券研究所

公司建立从采购到物流的精益化供应链模式，质量控制及高标准管理方法构建精细管理体系。公司建立了“以销定产”的生产模式，“以产订采”的采购模式，“内销+外销”的销售模式，精益管理的库存模式，数据和资源共享的供应链模式和快速的物流管理模式。同时执行全面的质量控制体系和高标准 6S 管理方法。公司建立了包括采购、生产、仓储、运输等环节在内的全面质量控制体系，通过了 ISO9001: 2015 国际质量管理体系认证，在采购、生产、产品验收环节均严格进行质量检测和生产管理。公司执行高标准 6S 管理方法，构建精细的管理体系。6S 管理即指整理整顿、清扫、清洁、安全和素养。

图 47: 公司生产、采购销售、库存、供应链、物流管理模式



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

公司产能利用率较高，产销状况良好。宠物垫、宠物尿裤产品公司主营业务收入的主要来源。2020年公司宠物垫和无纺织的产能利用率分别达到99.11%和101.83%，宠物垫和宠物尿裤产品均保持在较高负荷生产状态，接近满产。公司紧跟市场发展的流行趋势，不断开发满足市场需求的新产品，将用于配合宠物垫产品协同开拓新的销售市场，公司采取“以销定产”的经营模式，宠物垫及宠物尿裤产销率均保持在95%以上，产销情况良好。

募投项目增强产品供给能力，突破产能瓶颈。截至2022年第四季度末，公司首次公开发行股票募集资金投资项目“卫生材料及一次性卫生用品生产项目——宠物尿裤项目”已建设完成，达到预定可使用状态，年产2亿片；宠物尿垫项目已基本建设完成，建设完成后，宠物尿垫年产可达50亿片。新产能的释放有利于公司深化主营业务发展，突破现有产能瓶颈，增强公司产品供给保障能力，大幅提升收入规模和盈利水平。

无纺布市场供给仍有过剩，无纺布项目拟终止，符合公司长远利益。根据公司2023年12月29日公告，鉴于无纺布预计产能过剩局面将在较长时间内一直持续，叠加海外地缘冲突、通胀上行、能源和原材料成本波动幅度不断扩大等因素的影响，目前公司卫生护理材料项目拟终止，公司拟将剩余募集资金人民币20052.71万元（暂估金额）转入公司自有资金账户永久补充流动资金，用于公司日常经营及业务发展。该举措有利于提高募集资金使用效率，优化资源配置，降低公司财务成本，符合公司长远利益。

图 48: 2018-2020 年公司主要产品及产能利用情况

产品	项目	2018	2019	2020
宠物垫	产能(亿片)	20.69	22.25	26.35
	产量(亿片)	21.50	21.68	26.11
	销量(亿片)	21.27	21.24	26.00
	产能利用率	103.90%	97.42%	99.11%
	产销率	98.94%	97.98%	99.59%
	销售单价(元/片)	0.36	0.41	0.39
宠物尿裤	产能(亿片)	1.80	1.86	1.86
	产量(亿片)	0.61	0.80	0.79
	销量(亿片)	0.59	0.78	0.77
	产能利用率	34.11%	42.97%	42.43%
	产销率	95.31%	97.77%	97.32%
	销售单价(元/片)	0.70	0.73	0.80
无纺布	产能(吨)	16800.00	16800.00	16800.00
	产量(吨)	13952.05	14810.64	17107.07
	销量(吨)	13920.99	14789.27	17015.47
	产能利用率	83.05%	88.16%	101.83%
	产销率	99.78%	99.86%	99.46%
	销售单价(元/吨)	10691.64	10213.90	18820.33

资料来源：招股说明书，国海证券研究所

图 49: 公司募投项目进展情况及达产后产能情况（截至 2023 年 12 月 29 日）

项目名称	产能 (亿片、吨)	产量 (亿片、吨)	拟投入金额 (万元)	建设期	建设进展	达产后产能
宠物垫	22.50	22.50	38611.20	3年	已建设完成	2亿片
宠物尿裤	2.20	2.20	11413.55	1.5年	已建设完成	50亿片
无纺布	31030.00	31030.00	25430.51	2年	拟终止	

资料来源：招股说明书，公司公告，公司年报，国海证券研究所

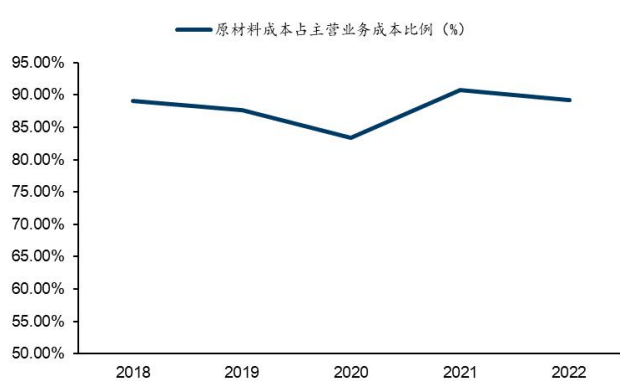
#### 4.4、成本优势逐渐显现，毛利率有望显著修复

公司主营业务成本结构保持稳定，直接材料成本占比均超 80%。2018-2022 年直接材料成本占公司主营业务成本的比例均在 80%以上，主营业务成本结构保持稳定，2022 年直接材料成本占主营业务成本比例为 89.17%，其中 2020 年公司直接材料占比有所下降，是由于 2020 年公司开始实行新收入准则，按照准则要求将与销售商品直接相关的运输费用记入营业成本。

从原材料选用到生产管理有效控制生产成本。公司直接材料占比较高，同时产品销售单价较低，有效控制生产成本是公司的重要竞争优势。经过 20 年的管理经验探索，公司积累了较多的成本控制经验。

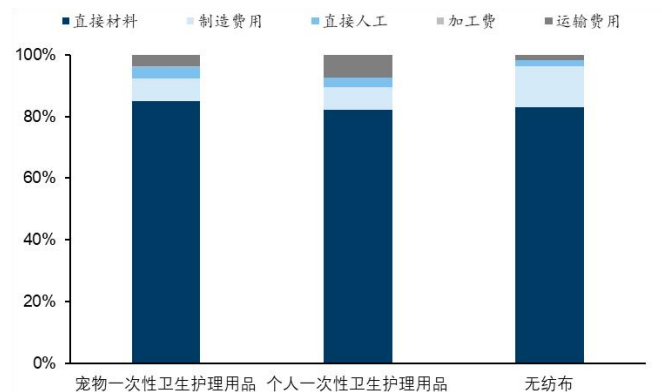
- 1) 在原材料选用控制方面：公司建立了严格的供应商考核评审系统，选择了行业内知名品牌供应商，从源头保证原材料的质量，并对每批原材料进行抽检，确保原材料质量符合产品所需标准。
- 2) 在原材料配方方面：公司针对不同的产品需求，严格控制每单位产品中不同原料的配比比例。
- 3) 在生产过程中：技术人员通过不断的调试改进设备，提高设备的生产效率；根据生产工艺流程，优化工厂设备布局，提高物料流转效率；不断进行员工培训，提升工人的技能和操作水平；结合生产工艺，与设备研发公司合作，开发适合公司产品生产线的自动化辅助设备，提升生产效率。
- 4) 在生产管理方面：公司具备较强的生产管理能力和制定并执行了较好的原材料节耗政策，减少生产过程中不必要的原材料损耗。

图 50：2018-2022 年原材料成本占主营业务成本比例 (%)



资料来源：招股说明书，公司年报，国海证券研究所

图 51：2022 年公司主要产品营业成本构成及占比 (%)

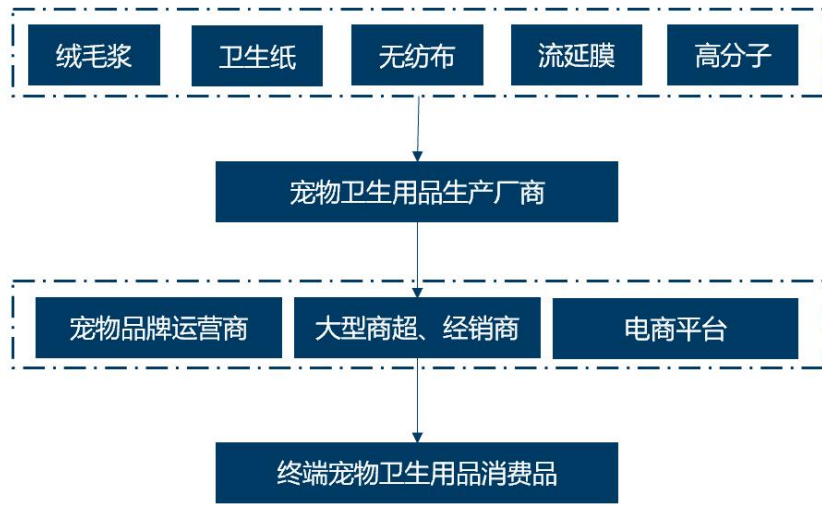


资料来源：公司年报，国海证券研究所

宠物卫生用品生产商处于产业链的中游，公司议价能力强。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，其下游主要为宠物品牌运营商、大型商超、经销商、电商平台等。原材料主要来源于纸浆和石油化工，目前上游行业企业众多，竞争较为激烈生产工艺较为成熟，原材料供

应充足，单个制造商对本行业企业的生产经营的影响并不明显。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，具有较强的议价能力。

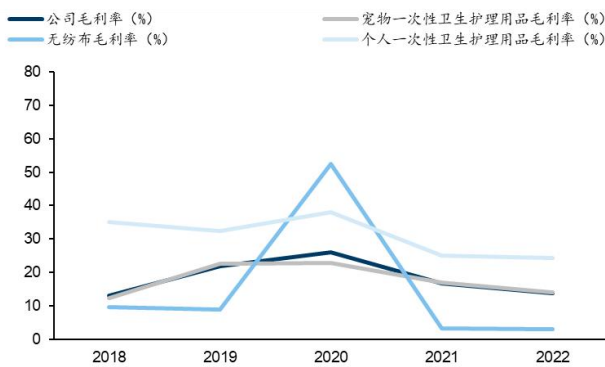
图 52: 宠物卫生用品上下游产业链



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

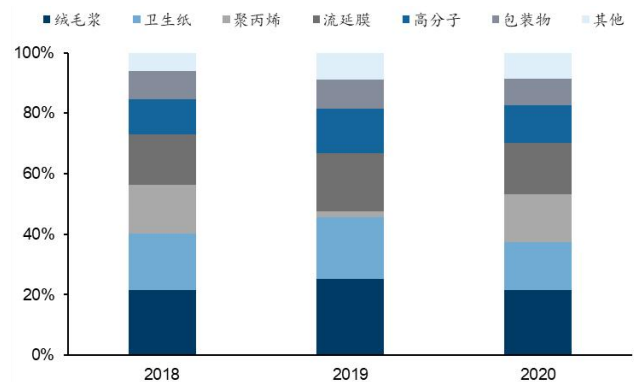
公司不依赖少数供应商，原材料中绒毛浆采购金额占比超 21%。2018-2020 年公司向前五名供应商采购的金额占当期采购总额的比例分别为 49.80%、46.04%、44.98%，其中绒毛浆采购金额占原材料比例均超 21%，是影响公司原材料采购的主要因素之一，同时公司不存在向单个供应商的采购金额占当期总采购金额的比例超过 50%或严重依赖于少数供应商的情况。

图 53: 2018-2022 年公司毛利率及各产品毛利率 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 54: 2018-2020 年公司原材料采购金额占比情况 (%)



资料来源：招股说明书，国海证券研究所

公司原材料具有相对稳定的采购渠道，采购单价同比下降。公司生产的一次性卫生护理用品所需原材料包括绒毛浆、卫生纸、无纺布流延膜、高分子等，其中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。公司建立了较为完善的原材料供应体系，生产所需原材料均有相对稳定的采购渠道，2018-2020 年原材料采购单价原材料整体供应充足，能够满足公司正常生产经营需要，2019-2020 年原材料采购单价同比均有所下降，有利于公司控制原材料成本，维持公司毛利率稳定。



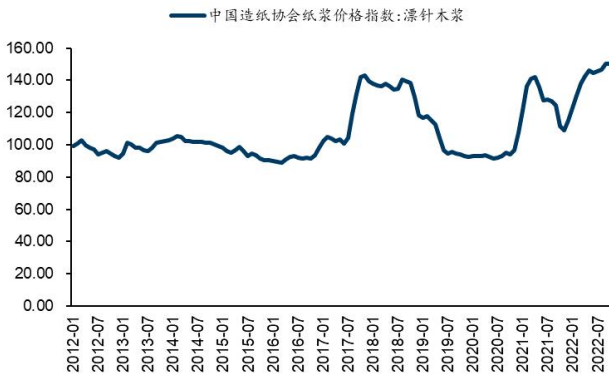
图 55: 2018-2020 年主要原材料的采购单价 (元/kg) 及同比变动比率 (%)

	2018		2019		2020	
	采购单价 (元/kg)	同比变动 比率	采购单价 (元/kg)	同比变动 比率	采购单价 (元/kg)	同比变动 比率
绒毛浆	5.56	18.08%	5.15	-7.32%	4.70	-8.67%
卫生纸	8.90	10.96%	7.97	-10.51%	7.28	-8.63%
聚丙烯	8.17	8.76%	7.63	-6.64%	7.25	-5.00%
流延膜	8.64	-0.89%	8.41	-2.63%	7.97	-5.24%
高分子	11.01	-0.16%	10.39	-5.66%	8.75	-15.73%

资料来源: 招股说明书, 国海证券研究所

绒毛浆受宏观环境影响大, 原材料价格下降预计产品毛利率有望修复。原材料中的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。近年来受全球木材供求的影响, 国际和国内绒毛浆的市场价格波动较大, 2017 年第三季度, 绒毛浆价格出现巨幅上涨, 并在 2017 年末至 2018 年末维持在历史高位水平, 2018 年末至 2019 年末绒毛浆价格呈现下降趋势, 并在 2019 年末降至上涨前的水平, 2020 年 12 月绒毛浆价格开始上涨, 至 2020 年 10 月价格均维持高位, 目前大宗商品价格已呈现下降趋势, 原材料价格相应回落, 我们预计产品毛利率随着原材料价格的回落将得到显著修复与提升。

图 56: 2012-2022 年中国造纸协会纸浆价格指数:  
漂针木浆



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 57: 2014-2023 年南华聚丙烯指数



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

依依股份是宠物卫生护理用品行业龙头，卡位优质赛道，外销出口份额领先，大客户合作稳定并形成较强壁垒与粘性，中长期有望通过自身优势持续拓展增量市场与客户；此外募投项目有望突破产能瓶颈，规模化生产成本优势逐渐显现。首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 14.15/17.69/20.42 亿元，同比 -6.71%/+25.04%/+15.42%，归母净利润 1.27/1.66/2.01 亿元，同比 -15.69%/+30.86%/+21.19%。

## 6、风险提示

- 1) **中美贸易摩擦带来的经营风险：**若美国继续将相关产品关税进行上调，或采取其他贸易限制，将可能导致公司对美国客户销售成本增加，甚至可能导致美国客户对公司产品需求减少，从而影响公司的经营业绩。
- 2) **海外市场竞争风险：**公司主营业务收入主要源自境外市场，越南、泰国等新兴经济体未来可能在国际市场上对中国宠物用品制造企业形成一定的冲击。
- 3) **募集资金投资项目、在建项目不能达到预期收益的风险：**若市场环境及行业格局发生重大变化，或是公司未能按既定计划完成投资项目实施，公司募投项目的预期收益可能无法完全实现。
- 4) **原材料价格波动风险：**直接材料成本是公司主营业务成本中占比最大的部分，如果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。
- 5) **汇率波动的风险：**公司产品以出口为主，如果存在汇率大幅波动，可能对公司经营业绩产生不利影响。

附表：依依股份盈利预测表

证券代码:	001206				股价:	16.01	投资评级:	买入	日期:	2024/01/02
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	8%	7%	8%	9%	EPS	1.14	0.69	0.90	1.09	
毛利率	14%	15%	15%	15%	BVPS	13.70	9.87	10.77	11.86	
期间费率	2%	3%	3%	3%	<b>估值</b>					
销售净利率	10%	9%	9%	10%	P/E	21.33	23.32	17.82	14.71	
<b>成长能力</b>					P/B	1.77	1.62	1.49	1.35	
收入增长率	16%	-7%	25%	15%	P/S	2.12	2.09	1.67	1.45	
利润增长率	32%	-16%	31%	21%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
总资产周转率	0.75	0.66	0.75	0.79	营业收入	1516	1415	1769	2042	
应收账款周转率	5.95	5.92	6.12	6.45	营业成本	1308	1206	1508	1741	
存货周转率	7.75	9.19	14.23	10.25	营业税金及附加	11	9	9	9	
<b>偿债能力</b>					销售费用	20	18	21	22	
资产负债率	10%	15%	16%	16%	管理费用	41	31	35	40	
流动比	6.47	5.15	4.55	4.43	财务费用	-31	-2	-1	-11	
速动比	5.33	4.36	4.00	3.68	其他费用/(-收入)	20	8	8	8	
					营业利润	194	158	212	263	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-2	1	0	0	
现金及现金等价物	725	737	778	784	利润总额	193	159	212	263	
应收款项	255	239	289	317	所得税费用	42	32	45	62	
存货净额	196	154	124	199	净利润	151	127	166	201	
其他流动资产	45	50	55	55	少数股东损益	0	0	0	0	
<b>流动资产合计</b>	<b>1220</b>	<b>1179</b>	<b>1247</b>	<b>1355</b>	归属于母公司净利润	151	127	166	201	
固定资产	601	762	890	999						
在建工程	29	19	10	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	
无形资产及其他	132	140	142	146	经营活动现金流	201	297	280	236	
长期股权投资	36	55	76	99	净利润	151	127	166	201	
<b>资产总计</b>	<b>2019</b>	<b>2154</b>	<b>2365</b>	<b>2599</b>	少数股东损益	0	0	0	0	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	53	88	113	129	
应付款项	142	185	219	243	公允价值变动	-17	0	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	40	94	19	-70	
其他流动负债	46	44	55	63	投资活动现金流	-9	-253	-239	-230	
<b>流动负债合计</b>	<b>189</b>	<b>229</b>	<b>274</b>	<b>306</b>	资本支出	-78	-247	-237	-233	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	44	-18	-21	-23	
其他长期负债	20	100	100	100	其他	24	12	19	26	
<b>长期负债合计</b>	<b>20</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	筹资活动现金流	-69	-32	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>209</b>	<b>329</b>	<b>374</b>	<b>406</b>	债务融资	0	80	0	0	
股本	132	185	185	185	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	1810	1825	1991	2192	其它	-69	-112	0	0	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2019</b>	<b>2154</b>	<b>2365</b>	<b>2599</b>	现金净增加额	129	12	41	5	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【轻工小组介绍】

林昕宇：轻工行业首席分析师，6年卖方研究工作经验，中国人民大学金融学硕士，曾就职于国泰君安证券研究所。紧密跟踪轻工各细分领域并进行深入研究，擅长自上而下及运用国际比较等研究方法。2016年、2017年《新财富》造纸印刷行业第2名团队核心成员，2020年“*Institutional Investor*·财新”家电与家具行业第3名团队核心成员。

杨蕊菁：轻工行业研究助理，西南财经大学本科，南开大学硕士，拥有社服、轻工等大消费行业研究经验。

## 【分析师承诺】

林昕宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
 增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
 中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代

自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。