

依依股份 (001206.SZ)

宠物护理用品畅销全球，需求恢复助弹性

买入 (首次评级)

当前价格: 12.33 元
 目标价格: 16.65 元

投资要点:

➤ **几经转折，专注宠物卫生护理用品细分赛道。**公司 1998 年开始从事卫生护理用品生产，随国内卫生巾市场的竞争逐渐激烈，公司看重宠物赛道的高成长性和国内产能的稀缺性，开始专注于宠物卫生护理用品赛道，当前公司已拥有上千款规格型号的产品。2004 年公司与 ITO 首次开展合作，并在此后逐渐斩获沃尔玛、PetSmart 等国际大客户，业务覆盖日韩、美国、欧洲等地区。2020-2022 年公司宠物一次性卫生护理用品出口额占国内同类产品出口额的比重分别为 36%/37%/38%，市占率行业领先。2022 年实现营收 15.16 亿元，同增 15.75%，4 年 CAGR 达到 13.82%。

➤ **科学养宠意识提升，宠物用品市场规模持续扩大。**宠物卫生护理用品为宠物用品细分赛道，具备刚性特质，全球宠物用品市场扩容明显，美国为第一大消费国，养宠渗透率不断提升，养宠群体进一步年轻化，从量上进一步释放增长空间。从出口来看，海外去库存结束，正常补库周期来临，我们认为，24Q1 在低基数下，该类产品的出口有望保持较高增长，公司出口业务也有望实现较强修复；国内来看，市场仍在培育期，渗透率提升可期，随着宠物饲养者的卫生意识增强以及对环境舒适要求的提高，宠物饲养者对宠物卫生用品的需求将不断上升。

➤ **客户稳定叠加产能释放，成本下行期期待利润弹性。**1) 研发：公司与客户联合，形成研发良性闭环，构筑完善产品体系，实现高品质及高效率生产；2) 产业链一体化：公司将无纺布生产纳入产业链体系，以控制原料及产品质量，稳定成本波动，同时能够对外销售，充分利用产能。当前原材料价格进入下行通道，期待公司在该阶段充分释放利润弹性；3) 客户：老客户内生增长动力充足，新客户持续积累，据公司公告，23 年新增客户截至前三季度贡献营收约 4800 万元；4) 产能释放：募投项目缓解公司产能瓶颈，截止 2024 年 2 月 2 日，公司宠物垫/宠物尿裤产能分别达到 50/2 亿片以上，新产能投产为公司提供增长新动能。

盈利预测与投资建议:公司是为我国宠物一次性卫生护理用品龙头企业，业务包括代工业务及自有品牌业务，产品种类多样，我们选取豪悦护理、中顺洁柔、天元宠物、源飞宠物作为可比公司。2023-2025 年可比公司平均 PE 分别为 22/17/14 倍。预计公司 2023-2025 年归母净利润将达到 1.30/1.71/1.94 亿元，三年同比增长-13.64%/31.58%/13.16%。基于海外代工业务迎来拐点，叠加公司募投项目投产释放产能以及新客户拓展顺利，给予公司 2024 年 18 倍 PE，对应目标价 16.65 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

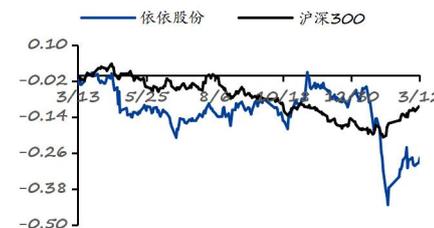
风险提示

原材料成本短期大幅上升的风险，海外市场恢复不及预期，汇率波动风险，海内外新客户开拓不及预期风险，国内市场竞争风险

基本数据

总股本/流通股(百万股)	184.89/89.67
流通 A 股市值(百万元)	1,105.67
每股净资产(元)	9.82
资产负债率(%)	9.05
一年内最高/最低价(元)	25.55/9.39

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 刘畅(S0210523050001)
 lc30103@hfzq.com.cn
分析师: 姜倩(S0210523090001)
 lq30299@hfzq.com.cn
联系人: 杜采玲(S0210123070007)
 dcl30189@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、《【华福商业&农业】宠物行业专题(1): 宠物是不是个好赛道? ——对标国外及国内量价分析》— 2023.10.13
- 2、《【华福商业&农业】宠物行业专题(2): 宠物产业链的投资机会在哪个环节?》— 2023.11.7

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,310	1,516	1,421	1,830	2,054
增长率	6%	16%	-6%	29%	12%
净利润(百万元)	114	151	130	171	194
增长率	-41%	32%	-14%	32%	13%
EPS(元/股)	0.62	0.81	0.70	0.93	1.05
市盈率(P/E)	20.0	15.1	17.5	13.3	11.8
市净率(P/B)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

从收入端来看，公司在宠物卫生用品领域具备较强的规模效应、客户粘性和质量优势，同时募投项目的投产，将释放出更多产能匹配客户订单需求。在境外客户方面存在存量客户内生增长和新增客户外延增长的两条发展路线，境内客户方面代工+自有品牌双轮驱动，虽然23年受海外去库存影响，收入同比下降，但是我们认为未来公司将拥有增长潜力。我们预计2023-25年公司宠物一次性卫生护理用品营收增速分别为-6.94%/+30.02%/12.53%。

从利润端来看，高毛利率的尿裤产品持续增长，叠加当前原材料处于下行周期，23H1虽然产能利用率不及预期，但原材料价格大幅下降及汇率波动，预计2023-25年毛利率分别为17.02%/17.27%/17.68%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点：市场普遍认为公司所处赛道不属于研发驱动类产品，生产壁垒较低，不明确公司的核心壁垒在哪个领域。

我们的观点：公司业务模式为以大B类客户为主，公司在行业深耕多年，与多个大B客户均建立良好关系，并且行业声誉良好，生产过程符合大客户要求，产品质量和快速交付能力满足客户需求，因此一方面，老客户通过公司推新等方式不断下订单且带来利润提升，另一方面，通过展会、老带新等方式，公司不断斩获新订单，共同驱动公司营收增长。因此我们认为，对公司而言，最大的壁垒在于客户资源壁垒，公司在这方面具备较强优势。

股价上涨的催化因素

海外新客户拓展超预期，带来营收及利润增长超预期；原材料成本短期大幅下行，受益于调价滞后性带来利润释放。

估值和目标价格

相对估值比较：公司是为我国宠物一次性卫生护理用品龙头企业，业务包括代工业务及自有品牌业务，产品种类多样，我们选取豪悦护理、中顺洁柔、天元宠物、源飞宠物作为可比公司。2023-2025年可比公司平均PE分别为22/17/14倍。预计公司2023-2025年归母净利润将达到1.30/1.71/1.94亿元，三年同比增长-13.64%/31.58%/13.16%。基于海外代工业务迎来拐点，叠加公司募投项目投产释放产能以及新客户拓展顺利，给予公司2024年18倍PE，对应目标价16.65元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

投资风险

原材料成本短期大幅上升的风险，海外市场恢复不及预期，汇率波动风险，海内外新客户开拓不及预期风险，国内市场竞争风险。



正文目录

1 宠物卫生护理领域深耕多年，出口规模行业领先	5
2 科学养宠意识提升，宠物用品市场规模持续扩大	9
3 客户稳定叠加产能释放，成本下行期期待利润弹性	13
3.1 研发创新能力强，全流程管控质量优	13
3.2 产业链一体化，成本优势显现	15
3.3 外销业务客户优质，内销业务持续拓展	17
3.4 产销情况良好，募投项目建设完成，产能进一步释放	19
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	22
5 风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司主要产品一览	5
图表 2: 公司发展历史	6
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司高管简介	7
图表 5: 依依营收及增速	8
图表 6: 分销模式占比	8
图表 7: 依依分地区收入及趋势	8
图表 8: 依依各类产品收入及趋势	8
图表 9: 依依销售毛利率、净利率及变化趋势	9
图表 10: 依依分产品毛利率及变化趋势	9
图表 11: 依依原材料成本构成	9
图表 12: 依依费用率及变化趋势	9
图表 13: 宠物行业覆盖领域示意图	10
图表 14: 全球宠物用品市场快速扩容	10
图表 15: 美国宠物细分市场规 模 (亿美元)	10
图表 16: 欧洲宠物细分市场规 模 (亿欧元)	11
图表 17: 中国宠物细分市场规 模 (亿元)	11
图表 18: 美国宠物家庭渗透率	11
图表 19: 各国宠物家庭渗透率对比	11
图表 20: 美国宠主年龄结构	12
图表 21: 中国宠主年龄结构	12
图表 22: 我国纸浆、纸等制产品出口情况 (百万美元)	12
图表 23: 我国宠物用品市场测算	13
图表 24: 2023 年我国犬用品渗透率	13
图表 25: 2023 年我国猫用品渗透率	13
图表 26: 公司主要研发项目	14
图表 27: 公司构建全链路监管体系	15
图表 28: 产业链示意图	15
图表 29: 公司成本结构	16
图表 30: 公司三大类原材料结构	16
图表 31: 漂针浆价格指数走势	17
图表 32: 聚丙烯价格指数走势	17
图表 33: 人民币兑美元汇率走势	17
图表 34: 公司毛利率走势	17
图表 35: 全球销售分布图	18
图表 36: 公司主要客户及合作品牌产品	18
图表 37: 公司前五大客户占比	18



图表 38:	公司出口额占同类产品出口额的比例	18
图表 39:	公司自有品牌产品	19
图表 40:	2018-2020 依依主要产品的产能、产量、销量和销售单价情况	19
图表 41:	募投项目情况	20
图表 42:	2018-2020 依依外协金额及占当期采购总额比例 (单位: 万元)	20
图表 43:	公司业绩拆分预测表	21
图表 44:	可比公司估值表	22
图表 45:	财务预测摘要	24



1 宠物卫生护理领域深耕多年，出口规模行业领先

几经转折，专注宠物卫生护理用品细分赛道，产业链一体化助力规模扩展。公司前身为天津津西津华福利皮鞋化工综合厂，1998年改名为天津依依卫生用品厂，开始从事卫生护理用品生产，随国内卫生巾市场的竞争逐渐激烈，公司看重宠物赛道的高成长性和国内产能的稀缺性，开始专注于宠物卫生护理用品赛道，当前公司已拥有上千款规格型号的产品。2004年公司与ITO首次开展合作，并在此后逐渐斩获沃尔玛、PetSmart等国际大客户，业务覆盖日韩、美国、欧洲等地区。2020-2022年公司宠物一次性卫生护理用品出口额占国内同类产品出口额的比重分别为36%/37%/38%，市占率行业领先。产业链上，公司在2015年收购无纺布公司高洁有限，将产业链延伸至上游，有效保证产业链的稳定，平滑原料成本，提高公司产品竞争力；同时公司具备上下游协同能力和议价能力，订单周期一再缩短，减轻客户库存压力。

以宠物护理产品为主，多产品共同发展。公司先后研发出具有固定贴、防滑、诱导剂等多种实用性能的宠物卫生护理用品，拥有上千种规格型号，形成了完整的产品体系。宠物卫生护理用品主要包括宠物垫、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。

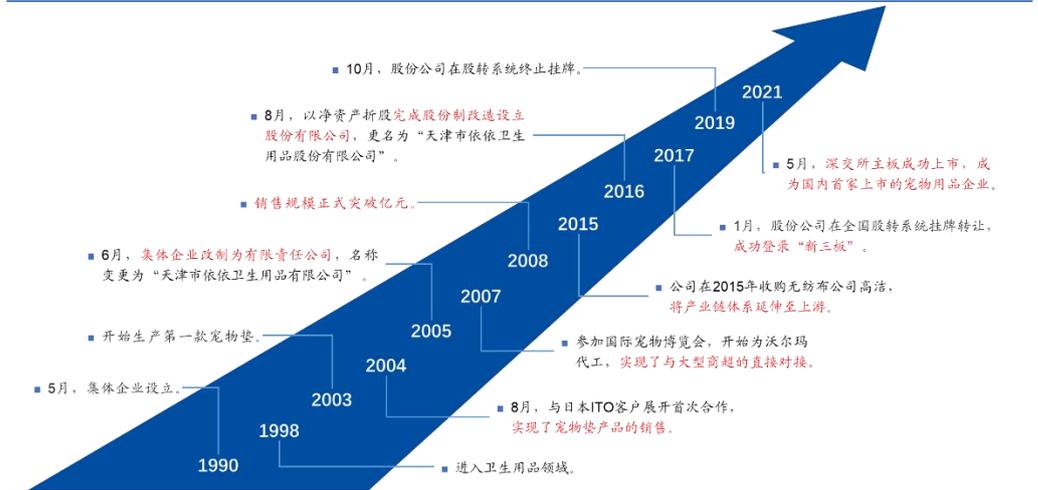
图表 1：公司主要产品一览



数据来源：公司公告，华福证券研究所



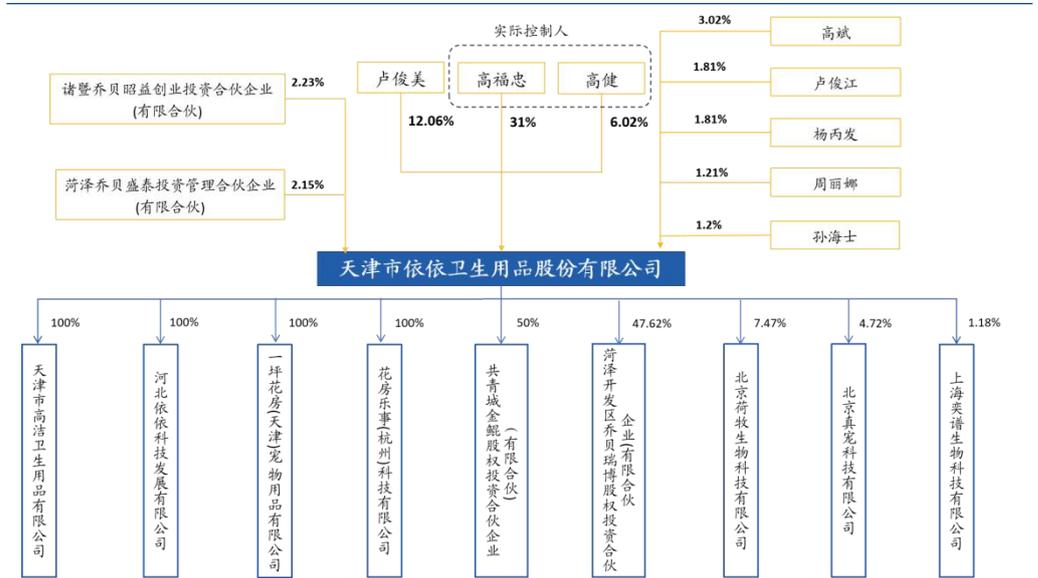
图表 2: 公司发展历史



数据来源：公司官网，证券时报 e 公司，证券日报，公司公告，华福证券研究所

股权结构集中稳定，回购完成，股权激励可期。截止 2023Q3，高福忠直接持股 31.00%，其子高健持股 6.03%，为公司实际控制人。截止 2023 年 12 月 6 日，公司以集中竞价交易方式回购股份数量达到总股本的 1%，回购的股份将用于股权激励或员工持股计划，有利于公司进一步绑定核心员工，并且彰显公司持续成长的信心。

图表 3: 公司股权结构



数据来源：wind，华福证券研究所



图表 4: 公司高管简介

姓名	公司职务	个人简介
高福忠	董事长 总经理	高级工程师，曾任天津市西青区张家窝镇西琉城铁厂生产厂长、天津市利华工业总厂厂长、天津市依依卫生用品厂厂长、天津市依依卫生用品有限公司总经理、执行董事。
卢俊美	董事 副总经理	高级会计师，曾任天津市工艺抽纱厂财务科长、天津市利华工业总厂财务科长、天津市依依卫生用品厂财务经理、天津市依依卫生用品有限公司执行董事、经理，兼任雄县盛嘉房地产开发有限公司、天津市万润特钢构有限公司、天津市万润特建筑安装工程限公司监事。
高健	董事 副总经理	工程师，曾任天津市依依卫生用品厂销售经理、天津市万润特钢构厂销售经理、天津市万润特钢构有限公司总经理、天津市依依卫生用品有限公司副总经理。
高斌	董事 副总经理	曾任天津市依依卫生用品厂供销科长、天津市依依卫生用品有限公司国际贸易部副总经理。高斌先生长期专注于一次性卫生护理用品及无纺布设备的维护及研发，积累了丰富的设备维护与研发经验。
郝艳林	副总经理	曾任天津市津津制药有限公司销售部经理、天津市依依卫生用品厂市场部销售经理、天津市依依卫生用品有限公司外贸部销售经理。郝艳林女士参与研发及改进的主要项目包括：防抓破及防渗漏宠物尿垫、具有消臭功能的宠物尿垫、一次性手套湿巾、用于显示宠物健康状况的宠物尿垫及全降解型宠物尿垫等。
周丽娜	董事 董事会秘书 财务总监	曾任天津市依依卫生用品厂会计、天津市依依卫生用品有限公司会计主管、天津市依依卫生用品有限公司财务经理。

数据来源：公司公告，华福证券研究所

营收稳步增长。公司通过把握原有客户订单及积极获取新订单，实现营收稳步增长，2022 年实现营收 15.16 亿元，同增 15.75%，4 年 CAGR 达到 13.82%。2023Q1-Q3 营收同比下降主要系海外客户去库存调整，随去库存周期结束及公司新客户放量，预计未来公司恢复弹性较强。

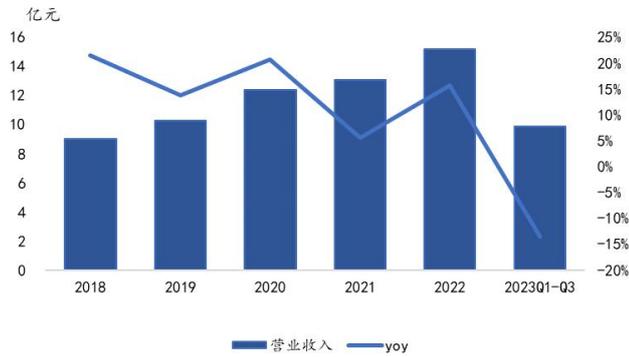
分产品看，宠物垫和宠物尿裤贡献主要增量。2022 年宠物垫实现营收 13.39 亿元，占比 88.28%，同增 15.16%，4 年 CAGR 达 14.97%。宠物尿裤类营收 0.97 亿元，占比 6.44%，同增 36.14%，4 年 CAGR 达 24.32%，宠物尿裤作为新品类，伴随产能释放及客户订单签订，实现较高增长。个人一次性卫生护理用品和无纺布 2022 年分别实现营收 1752/5243 万元，同比-29.88%/+24.94%，我国个人一次性卫生护理和无纺布市场竞争较为激烈，营收波动较大。

分地区看，境外市场仍为公司核心收入来源。据公司公告，公司产品销往美国、日本、意大利、英国、巴西、韩国等近 40 个国家和地区，境外市场占公司总营收之比基本保持在 90%以上水平，为公司主要营收来源，2018-2022 年 CAGR 达 15.20%。同时，国内宠物市场正快速发展，公司一方面通过自有品牌“乐事宠”、“一坪花房”对外销售，并且向耐威克、疯狂小狗等客户提供 ODM/OEM 业务，2023H1 公司境内业务实现营收 4172 万元，同比+40.96%。

从分销模式看，OEM/ODM 为主。2022 年公司代工/经销/直销业务分别占比 94.93%/1.18%/3.90%，代工业务为公司发展之基。

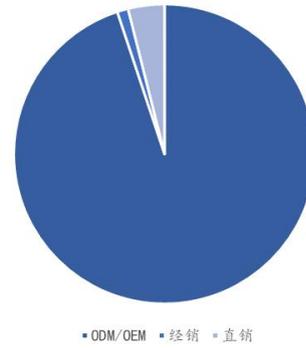


图表 5: 依依营收及增速



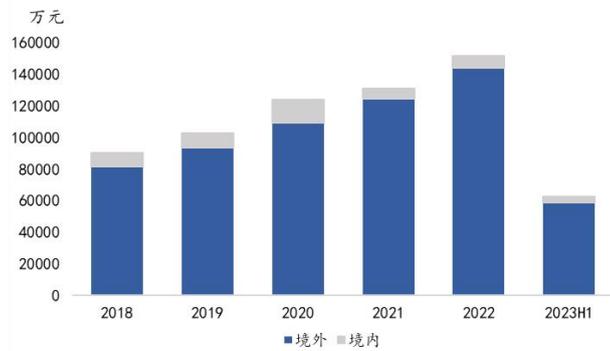
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 6: 分销模式占比



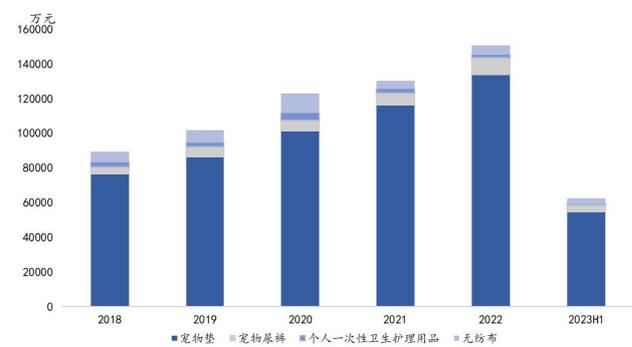
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 依依分地区收入及趋势



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 依依各类产品收入及趋势



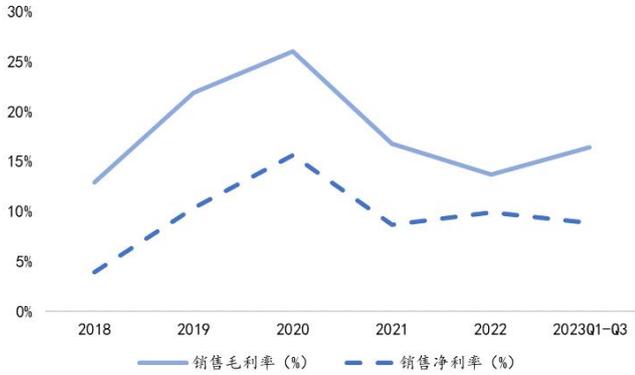
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

毛利率受原材料价格波动影响。2020年毛利率高达26.05%，主要系一方面，疫情期间无纺布产能紧张，当年无纺布毛利率提升至52.41%；另一方面，2020H1，公司根据原材料价格波动情况上调了产品价格，主营业务产品毛利率均同比上升。进入2021年开始国内无纺布产能提升及国内疫情缓解，无纺布毛利率降至3.16%，并在此后一直保持低位，同时21年初开始，公司主要原料绒毛浆价格迎来涨价周期，同时国际海运受阻，公司主营产品毛利率大幅下降，2022年宠物垫/个人一次性卫生护理/无纺布毛利率分别为11.46%/24.20%/2.95%，进入2023年，绒毛浆价格大幅下降，虽然上半年受去库存影响产能利用率不及预期，但是至23Q3，公司毛利率提升至16.44%。

费用率略有上行，财务费用率受汇率波动影响。公司费用率整体平稳，2020年销售费用大幅下降，主要系会计政策调整，运输费用从销售费用科目转入营业成本，若排除此影响，销售费用率、管理费用率基本平稳，研发费用投入逐年加大。同时公司出口业务占比较高，财务费用率受汇率影响，存在波动，公司主要通过套期保值措施减弱汇率波动对利润端的影响。2023年受去库存影响营收规模略有下降，导致费用率略有上行，为4.40%。

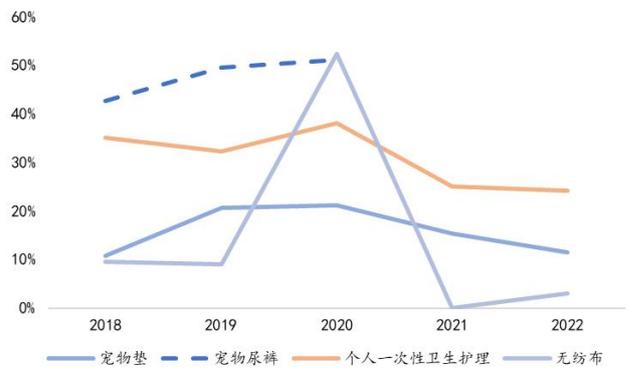
净利率与毛利率同频。公司净利率与毛利率波动同频，主要受原材料价格影响，2023Q1-Q3 净利率达 8.86%。

图表 9: 依依销售毛利率、净利率及变化趋势



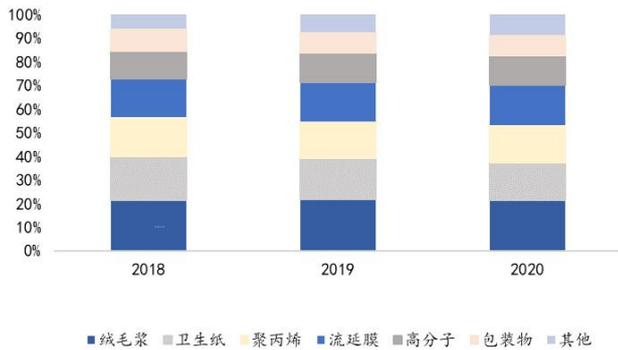
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 10: 依依分产品毛利率及变化趋势



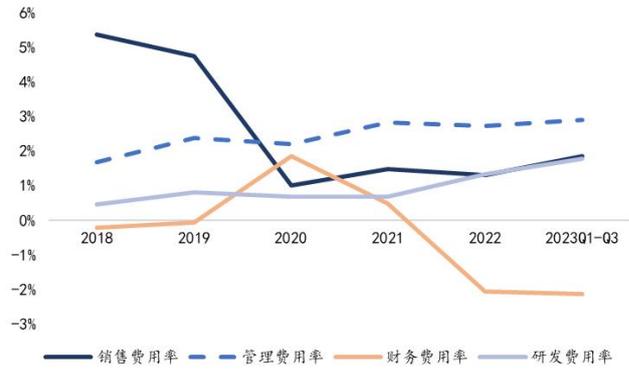
数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 依依原材料成本构成



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 依依费用率及变化趋势



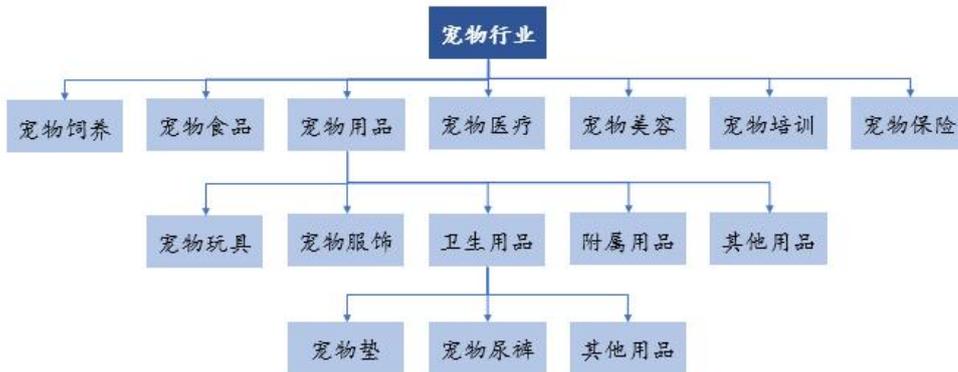
数据来源: wind, 华福证券研究所

2 科学养宠意识提升, 宠物用品市场规模持续扩大

宠物卫生护理用品为宠物用品细分赛道, 具备刚性特质。宠物卫生用品一般指仅供宠物使用, 主要目的是为改善宠物生活质量、提高卫生环境的一次性卫生用品, 使用场景包括宠物的穿住用行环节, 日常消耗大, 具备刚需特点, 随着宠物数量和养宠人群的增加, 宠物用品行业的市场需求增加。此外, 宠主消费观念逐渐由养宠向爱宠改变, 越来越多宠主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需求。依依股份的主要产品是宠物一次性卫生护理用品, 包括: 宠物垫、宠物尿裤等, 处于宠物行业中宠物用品下的卫生用品细分领域。



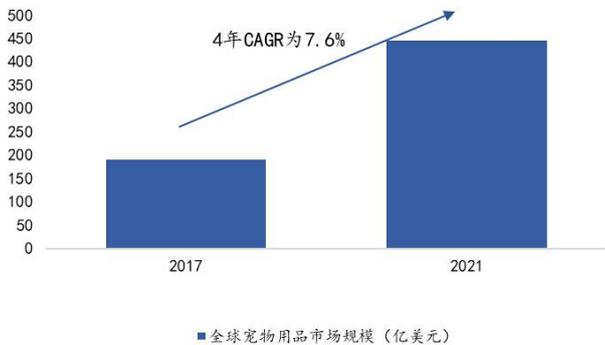
图表 13: 宠物行业覆盖领域示意图



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

全球宠物用品市场扩容明显, 美国为第一大消费国。全球宠物用品市场规模稳步扩容, 至 2021 年全球宠物用品市场规模达 445.55 亿美元, 4 年 CAGR 为 7.6%, 分地区看, 美国为第一大市场, 2022 年用品市场规模达 314.64 亿美元, 中国市场为第二大市场, 2023 年用品市场规模达 349.13 亿元, 2020-2023 年 CAGR7.52%, 欧洲市场 2022 年宠物用品+服务市场规模为 245 亿欧元。

图表 14: 全球宠物用品市场快速扩容



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

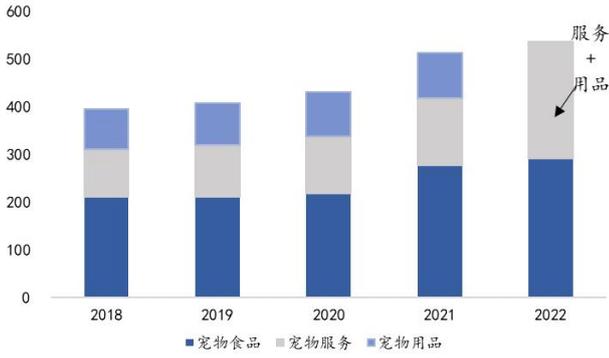
图表 15: 美国宠物细分市场规模 (亿美元)



数据来源: APPA, wind, 公司公告, 华福证券研究所

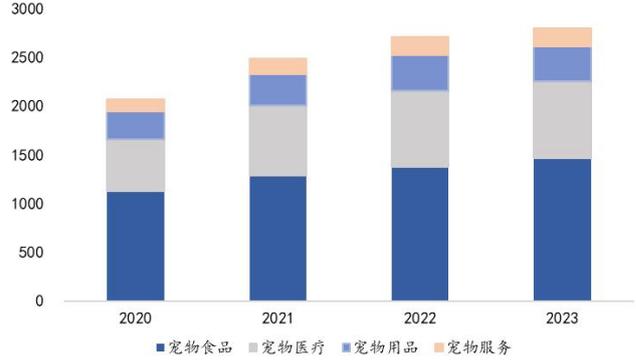


图表 16: 欧洲宠物细分市场规模 (亿欧元)



数据来源: FEDIAF, 公司公告, 华福证券研究所

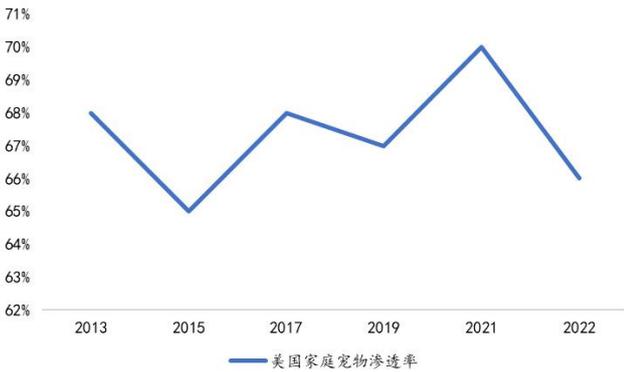
图表 17: 中国宠物细分市场规模 (亿元)



数据来源: 中国宠物行业白皮书, 公司公告, 华福证券研究所

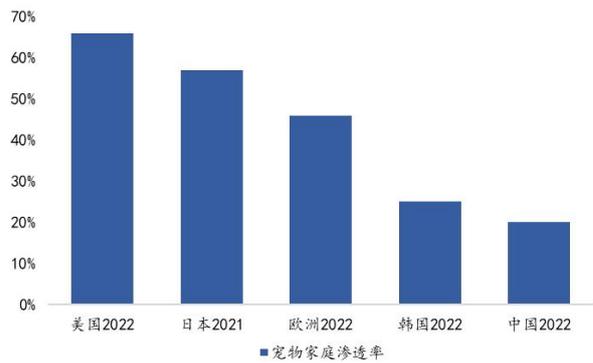
养宠渗透率不断提升, 养宠群体进一步年轻化。各主要国家养宠渗透率不断提升, 从量上带动宠物用品消费不断扩容, 据 APPA, 2022 年美国养宠家庭渗透率 66%, 据 FEDIAF, 2022 年欧洲市场养宠家庭渗透率提升至 46%, 同时据 2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书, 2022 年我国养宠家庭渗透率为 20%。同时从养宠年龄群体来看, 年轻养宠群体占比持续提升, 年轻化的消费者情感消费趋势明显, 对新鲜事务接受性高, 养宠观念进一步向爱宠过渡, 对宠物卫生护理用品的接受程度和持续性更强, 也进一步释放宠物用品市场空间。

图表 18: 美国宠物家庭渗透率



数据来源: APPA, 公司公告, 华福证券研究所

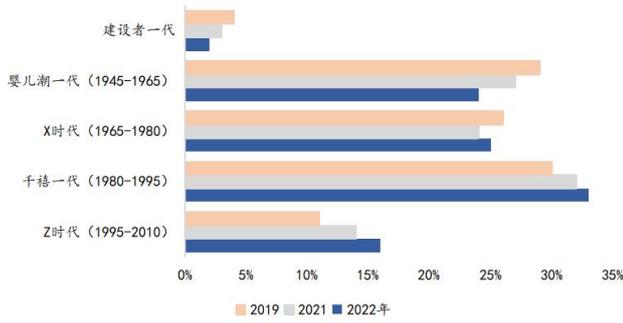
图表 19: 各国宠物家庭渗透率对比



数据来源: 宠业家, APPA, 互联网潮讯, 中国宠物行业白皮书, 公司公告, 华福证券研究所

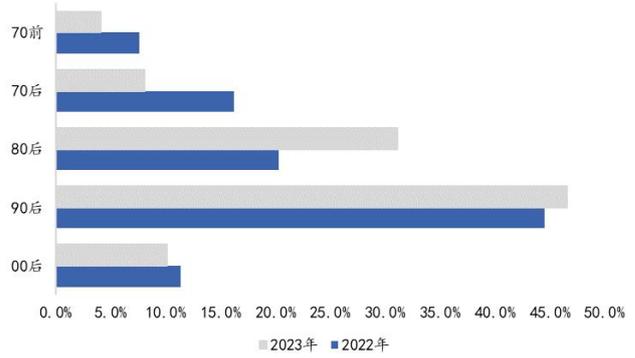


图表 20: 美国宠主年龄结构



数据来源: APPA, 公司公告, 华福证券研究所

图表 21: 中国宠主年龄结构



数据来源: 中国宠物行业白皮书, 华福证券研究所

从出口来看, 海外去库存结束, 正常补库周期来临。据海关总署, 自 23 年 9 月起, 纸浆、纸等制的海外去库存周期结束, 海外陆续进入正常补库存阶段, 11 月/12 月加速修复, 同比实现+12%/17%增长, 同时, 从主要出口国来看, 美国市场从 11 月开始加速修复, 亚洲市场整体仍然波动较大。我们认为, 24 年 Q1 在低基数下, 该类产品的出口有望保持较高增长, 公司出口业务也有望实现较强修复。

图表 22: 我国纸浆、纸等制产品出口情况 (百万美元)

年份	纸浆、纸等制的其他家庭、卫生或医院用品出口情况							
	出口总额	同比	对美国出口	同比	对韩国出口	同比	对日本出口	同比
2023年1月	42.51	-7%	11.86	-36%	4.34	-28%	9.23	-3%
2023年2月	32.04	-6%	7.94	-34%	4.38	25%	8.17	20%
2023年3月	49.90	3%	15.76	-15%	5.59	28%	9.46	2%
2023年4月	49.03	11%	16.06	-8%	4.48	21%	9.37	10%
2023年5月	46.87	-11%	15.54	-16%	4.01	-26%	9.05	-7%
2023年6月	48.72	-1%	15.48	-2%	5.25	-5%	8.98	10%
2023年7月	48.39	-9%	14.64	-9%	4.07	-45%	10.23	-2%
2023年8月	49.33	-2%	17.19	1%	4.04	-44%	8.09	-3%
2023年9月	52.17	12%	16.80	-1%	4.50	6%	10.64	33%
2023年10月	46.50	1%	14.47	-5%	4.56	-9%	8.07	-5%
2023年11月	51.89	12%	17.48	41%	5.06	5%	10.07	-10%
2023年12月	50.44	17%	16.80	12%	3.94	-12%	7.82	-8%

数据来源: 海关总署, 华福证券研究所

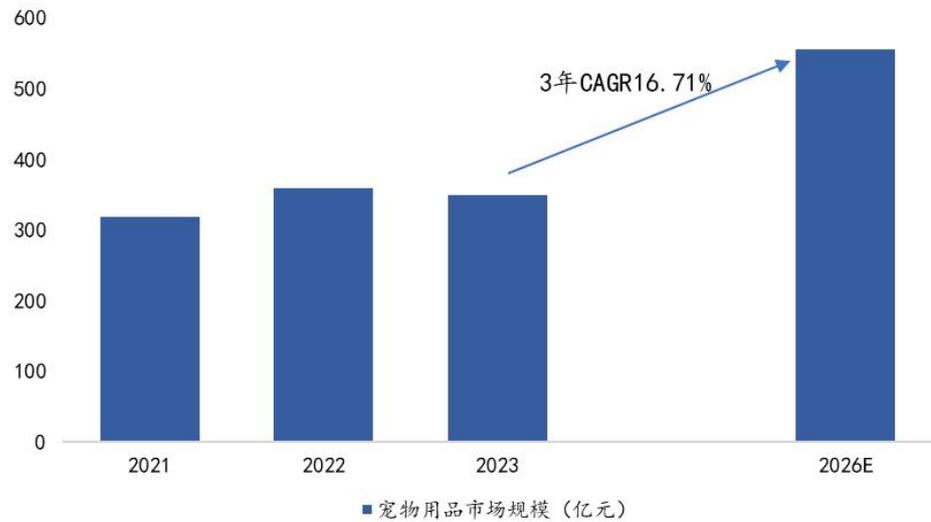
国内来看, 市场仍在培育期, 渗透率提升可期, 细分市场空间广阔。我国宠物用品市场尚处于培育阶段, 消费者的消费重心尚集中于最具刚性的宠物食品中, 但是伴随我国年轻一代养宠群体增加, 以及养宠理念的进一步培育, 我们认为, 相较于宠物食品渗透率而言, 从可选向必选的进一步进阶中, 宠物用品渗透率仍有提升空间, 我们测算, 2026 年我国宠物用品市场规模为 555 亿元, 3 年 CAGR16.71%。

据中国宠物行业白皮书, 宠物用品渗透率前十的犬用品中, 犬尿垫排名第八, 渗透率为 44.7%; 猫砂、玩具和猫抓板是猫用品渗透率排名前三的类型。随着宠物饲养者的卫生意识增强以及对环境舒适要求的提高, 宠物饲养者对宠物卫生用品的需



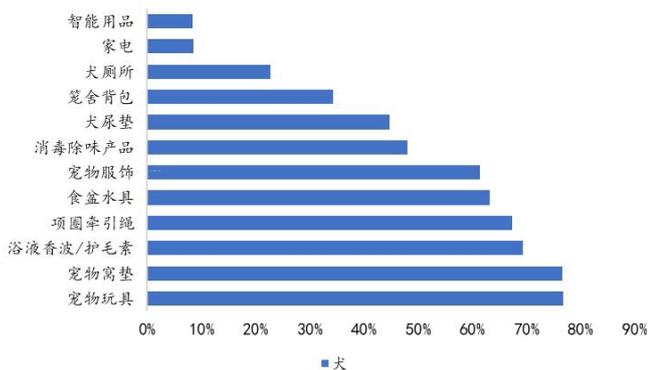
求将不断上升。

图表 23: 我国宠物用品市场测算



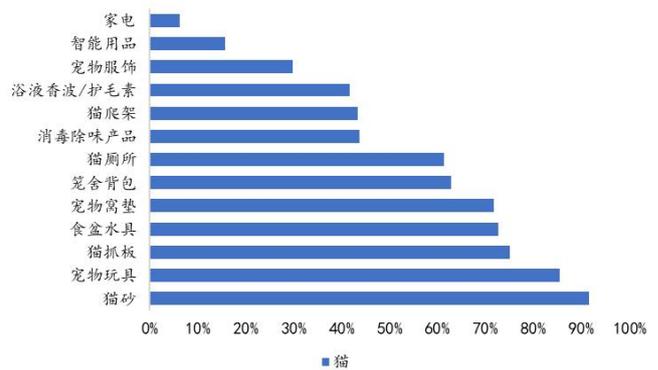
数据来源: 欧睿, 中宠公告, 宠物行业白皮书, 华福证券研究所

图表 24: 2023 年我国犬用品渗透率



数据来源: 宠物行业白皮书, 华福证券研究所

图表 25: 2023 年我国猫用品渗透率



数据来源: 宠物行业白皮书, 华福证券研究所

3 客户稳定叠加产能释放, 成本下行期期待利润弹性

3.1 研发创新能力强, 全流程管控质量优

公司研发部门根据市场需求, 持续更新产品, 满足客户多样化需求, SKU 丰富, 覆盖多种规格特性, 并且积极引入人工智能技术控制产品成本。公司研发主要分为产品研发和设备研发。产品研发向环保、健康化发展, 目前在研的有抗螨抑菌可降解一次性宠物尿垫、尿裤, 超柔透气型失禁宠物尿垫等。设备研发围绕提升产线效能、自动化升级为主。

公司与客户联合, 形成研发良性闭环, 构筑完善产品体系。公司通过满足不同品牌对产品的需求, 逐步完善研发设计体系, 同时, 与下游客户强强联合, 借助其较强的渠道优势, 形成“调研-试产-市场反馈-产品正式推介”的研发闭环, 为产品



推新提供保障，同时加速产品落地转化。近年来公司持续加大研发费用投放，构筑完善产品体系，据招股说明书，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，建设了较完善的宠物卫生护理用品的体系。

图表 26: 公司主要研发项目

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	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。
含活性炭消臭宠物尿垫的研究	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的现象。	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。

数据来源:公司公告,华福证券研究所

产品质量高保障,工艺升级提升效率。一次性卫生护理用品产品销售价格较低,公司严格控制每单位产品中不同原材料的配比比例控制成本,同时从工艺上,公司引进人工智能技术,通过数字化、智能化赋能生产链,调试改进设备,提高物料流转效率,提高客户粘性。从产品质量来说,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,同时建立了较为完善的供应商考核评审系统,在原材料质量上严格把控,保证产品质量。



图表 27: 公司构建全链路监管体系

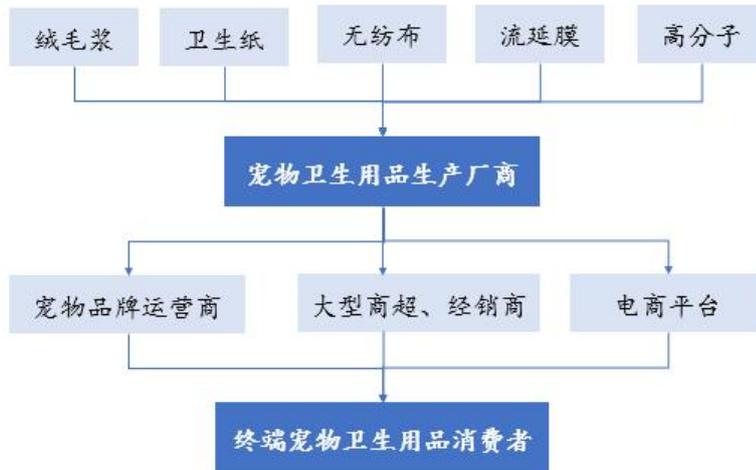


数据来源：公司官网，华福证券研究所

3.2 产业链一体化，成本优势显现

依依股份从事的宠物卫生用品生产行业处于产业链中游，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，下游主要为宠物品牌运营商、大型商超、经销商、电商平台等。其中，无纺布应用广泛，纺粘无纺布是宠物尿垫、宠物尿裤重要的原材料；熔喷无纺布是口罩、防护服等医疗卫生用品的主要原材料。

图表 28: 产业链示意图

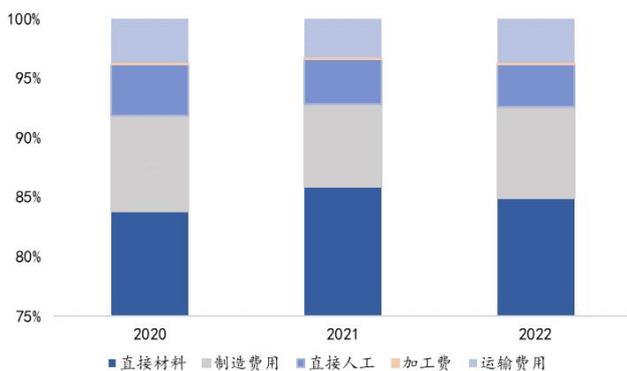


数据来源：公司公告，华福证券研究所

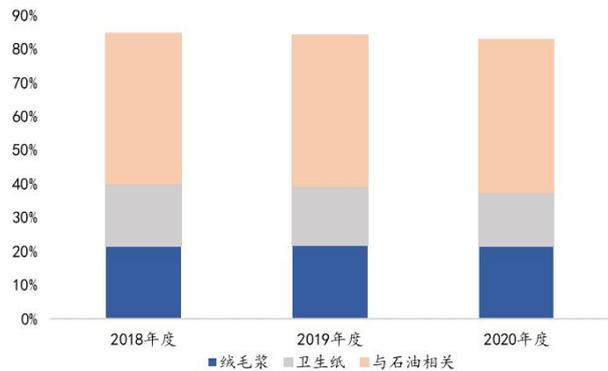


2020-2022 年间，公司直接材料占比均超过 80%，原材料成本变动将直接对公司毛利率产生重要影响。公司通过：1) 与供应商均保持长期合作关系，采购量较大，具备较强议价能力；2) 在产品生产中，严格控制每单位产品中不同原材料的配比比例，从而实现更精准的成本控制；3) 战略储备原材料，积极调整库存结构和订单节奏，平滑原材料价格波动；4) 若原材料或汇率短期内发生巨幅变动，公司将启动临时价格协商机制，将成本压力向其他主体传导。

公司将无纺布生产纳入产业链体系，以控制原料及产品质量，稳定成本波动，同时能够对外销售，充分利用产能。一方面，无纺布为公司重要原材料之一，公司通过向产业链上游延伸，有效保证从基础原材料到最终成品的产业链稳定性，实现对无纺布品质的强控制，确保一次性卫生护理用品的质量稳定性，同时，公司能够根据客户需求及时调整生产工艺，满足多种需求，提高竞争力。另一方面，公司通过自产方式满足一次性卫生护理用品生产的无纺布需求，减少无纺布价格波动对公司盈利的影响，确保稳定的成本和利润。

图表 29：公司成本结构


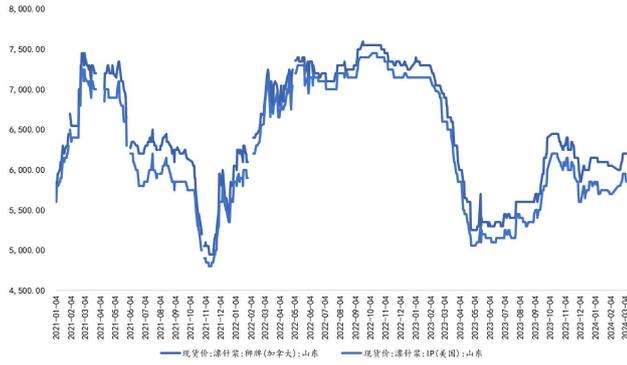
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 30：公司三大类原材料结构


数据来源：公司公告，华福证券研究所

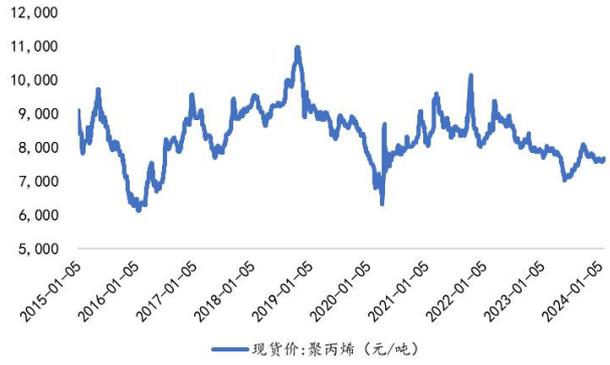
原材料价格进入下行通道，利润弹性释放可期。绒毛浆（即漂针木浆）属大宗商品，受全球木材供应及宏观经济环境影响，价格波动加大，2017-2018 年以及 2021-2022 年为漂针木浆价格上行周期，叠加聚丙烯价格上行和汇率波动，同期公司毛利率承压。2019-2020 年漂针木浆处于价格下行周期，叠加调价的滞后性，公司毛利率大幅提升。自 2023H1 开始，漂针木浆价格较高位大幅下降，同时聚丙烯价格下降，期待公司在原材料价格下行周期释放利润弹性。

图表 31: 漂针浆价格指数走势



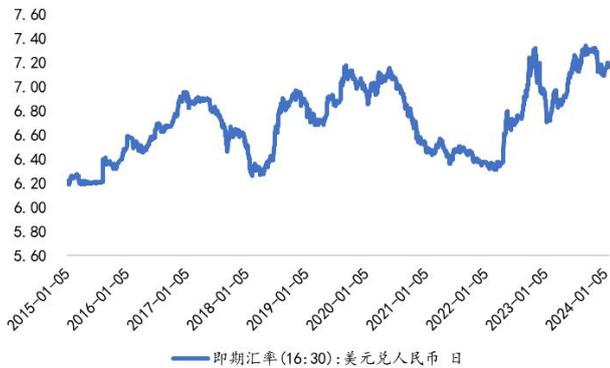
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 32: 聚丙烯价格指数走势



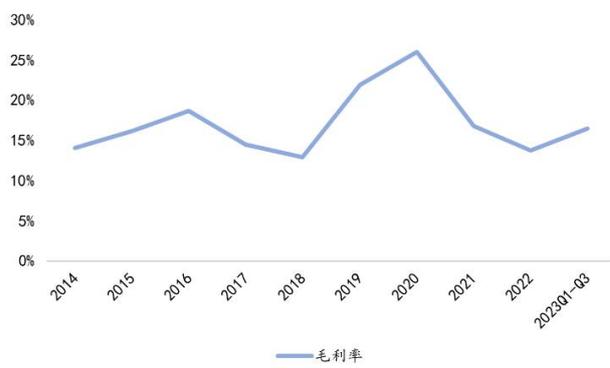
数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 33: 人民币兑美元汇率走势



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 34: 公司毛利率走势



数据来源: wind, 华福证券研究所

3.3 外销业务客户优质，内销业务持续拓展

ODM/OEM 业务销路畅通，客户质优性良，内生增长动力充足。公司在美国、日本、欧洲等近 40 个国家和地区形成了广泛的客户资源体系，客户类型包括亚马逊、PetSmart、沃尔玛、韩国 Coupang、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺等众多大型商超、宠物用品品牌商和电商平台等，2022 年公司前五名客户销售占比为 53.74%。

公司当前客户均拥有稳定的市场结构，对供货量要求大，内生增长动力强。此类客户对供应商的准入门槛极高，一旦确定生产服务合作后，客户黏性较强，公司凭借规模优势、及时交期以及优良质量等优势已于客户形成稳定持久的合作关系，截止目前，公司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连续多年在 30% 以上，市场认可度高。新客户拓展方面，公司持续通过老客户推荐及积极参加展会等方式积累新客户，据公司公告，23 年新增客户截至前三季度贡献营收约 4800 万元。



图表 35: 全球销售分布图



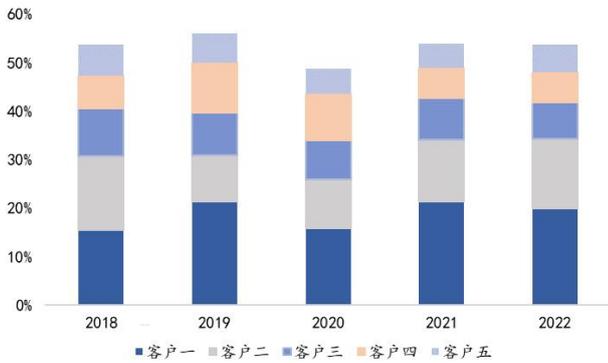
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 36: 公司主要客户及合作品牌产品



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 37: 公司前五大客户占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 38: 公司出口额占同类产品出口额的比例



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

境内业务方面, 公司通过代工+自主品牌双轮驱动。伴随国内宠物市场快速发展, 一批如耐威克、疯狂小狗等品牌运营商逐渐成长起来, 这类品牌商依赖于我国较强的供应链能力专注于品牌运营, 公司通过 ODM/OEM 的方式拓展上述国内品牌运营商。另一方面, 公司宠物卫生护理自有品牌 (“乐事宠 (HUSHPET)”、“一坪花房”), 个人一次性卫生护理用品自有品牌 (“多帮乐”、“爱梦园”、“依依”), 通过经销商、天猫、京东的渠道销售。境内业务逐渐实现两条腿走路。

图表 39: 公司自有品牌产品



数据来源: 公司官网, 京东旗舰店, 公司公告, 华福证券研究所

3.4 产销情况良好, 募投项目建设完成, 产能进一步释放

产能利用率高企, 产销状况良好。2018-2020 年公司宠物垫的产能利用率均保持在 95%以上, 无纺布 2022 年产能利用率上行至 101.83%, 核心品类的产能利用率高企; 宠物尿裤方面, 伴随宠物尿裤的市场接受度提升, 该品类产能利用率持续上行。产销率方面, 公司采用以销定产方式生产, 产销率保持高位, 库存压力较低。

募投项目缓解产能压力, 释放新动能。基于公司的产能情况及对市场判断, 公司实施募投项目缓解产能压力, 截止 2024 年 2 月 1 日, 公司宠物垫和宠物尿裤项目均已结项, 投产后宠物尿垫/宠物尿裤产能提升至 50/2 亿片。另一方面, 公司 2023 年 12 月 30 日发布公告称, 由于无纺布市场长期处于产能过剩的状态, 叠加地缘冲突和通胀上行等不利因素下, 能源和原材料成本波幅扩大, 产线成本上升, 配套生产设备价格上涨, 为保持公司利润空间, 公司将暂停“卫生材料及一次性卫生用品生产项目——卫生护理材料项目”, 剩余的 2.01 亿元将转入公司自有资金账户, 用于公司日常经营及业务发展。

图表 40: 2018-2020 依依主要产品的产能、产量、销量和销售单价情况

产品	项目	2018	2019	2020
宠物垫	产能 (亿片)	20.69	22.25	26.35
	产量 (亿片)	21.5	21.68	26.11
	销量 (亿片)	21.27	21.24	26
	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)	1.8	1.86	1.86
	产量 (亿片)	0.61	0.8	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)	0.7	0.73	0.8
无纺布	产能 (吨)	16,800.00	16,800.00	16,800.00
	产量 (吨)	13,952.05	14,810.64	17,107.07
	销量 (吨)	13,920.99	14,789.27	17,015.47
	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)	10,691.64	10,213.90	18,820.33

数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 41: 募投项目情况

项目名称	拟投入金额 (万元)	产能	项目达产日期	投产后产能
卫生材料及一次性卫生用品生产项目——宠物垫项目	38611.20	22.5 亿片	2023 年 6 月	50 亿片
卫生材料及一次性卫生用品生产项目——宠物尿裤项目	11413.55	2.2 亿片	2022 年 12 月	2 亿片
卫生材料及一次性卫生用品生产项目——卫生护理材料项目	25430.51	3.10 万吨	项目终止	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

外协生产帮助缓解产能压力。公司采取自产+外协的方式进行生产，一方面，公司将宠物清洁袋产品生产环节部分特定范围的加工工序，即宠物清洁袋纸袋和塑料袋的组装工序交由外协厂商处理，以提高产品生产效率；另一方面，公司在整体产能较为紧张时，为确保销量较大的宠物垫、宠物尿裤等产品的生产供应，将部分销售规模较小的宠物垃圾袋、成人纸尿裤、卫生巾、护理垫等产品采取委托加工的方式进行生产，以合理利用产能。2018/2019/2020 外协金额占采购总额的比例分别为 0.47%/0.48%/0.42%，占比较小。

图表 42: 2018-2020 依依外协金额及占当期采购总额比例 (单位: 万元)

	2018	2019	2020
外协金额合计	324.41	343.34	334.81
占当期采购总额比例	0.47%	0.48%	0.42%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2023-2025 年业绩做出以下假设：

(1) 宠物一次性卫生护理用品。公司在宠物卫生用品领域具备较强的规模效应、客户粘性和质量优势，同时募投项目的投产，将释放出更多产能匹配客户订单需求。在境外客户方面存在存量客户内生增长和新增客户外延增长的两条发展路线，境内客户方面代工+自有品牌双轮驱动，虽然 23 年受海外去库存影响，收入同比下降，但是我们认为未来公司将拥有增长潜力。我们预计 2023-25 年公司宠物一次性卫生护理用品营收增速分别为-6.94%/+30.02%/12.53%。从利润端来看，高毛利率的尿裤产品持续增长，叠加当前原材料处于下行周期，23H1 虽然产能利用率不及预期，但原材料价格大幅下降及汇率波动，预计 2023-25 年毛利率分别为 17.02%/17.27%/17.68%。

(2) 个人一次性卫生护理用品。国内个人一次性卫生护理用品市场竞争激烈，我们预计 2023-25 年收入同比-19.81%/-3.96%/-3.96%，毛利率 26.88%/26.88%/23.90%。

(3) 无纺布。无纺布业务基数较小且市场竞争较为激烈，基于 23H1 无纺布业务同比+47.94%，我们预计 2023-25 年收入同比+15.00%/+10.00%/+8.00%，毛利率 3.00%/3.00%/3.00%。

综上，我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为-6.30%、+28.82%、+12.25%，归母净利润增速分别为-13.64%、31.58%、13.16%，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.93 元、1.05 元。

图表 43: 公司业绩拆分预测表

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,516.34	1420.75	1830.24	2054.50
yoy	15.75%	-6.30%	28.82%	12.25%
营业总成本 (百万元)	1,308.31	1185.96	1522.22	1700.97
yoy	19.96%	-9.35%	28.35%	11.74%
毛利率	13.72%	16.53%	16.83%	17.21%
归母净利润 (百万元)	151	130	171	194
yoy	32.0%	-13.6%	31.6%	13.2%
BPS (元)	0.81	0.70	0.93	1.05
宠物一次性卫生护理用品				
收入 (百万元)	1444.91	1344.63	1748.29	1967.35
yoy	16.31%	-6.94%	30.02%	12.53%
毛利率	13.98%	17.02%	17.27%	17.68%
个人一次性卫生护理用品				
收入 (百万元)	17.52	14.05	13.49	12.96
yoy	-29.89%	-19.81%	-3.96%	-3.96%
毛利率	24.20%	26.88%	26.88%	23.90%
无纺布				
收入 (百万元)	52.43	60.29	66.32	71.63
yoy	24.92%	15.00%	10.00%	8.00%
毛利率	2.94%	3.00%	3.00%	3.00%
其他				
收入 (百万元)	1.48	1.77	2.13	2.55



yoy	92.76%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	18.17%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

相对估值比较: 公司是为我国宠物一次性卫生护理用品龙头企业, 业务包括代工业务及自有品牌业务, 产品种类多样, 我们选取豪悦护理、中顺洁柔、天元宠物、源飞宠物作为可比公司。2023-2025年可比公司平均PE分别为22/17/14倍。预计公司2023-2025年归母净利润将达到1.30/1.71/1.94亿元, 三年同比增长-13.64%/31.58%/13.16%。基于海外代工业务迎来拐点, 叠加公司募投项目投产释放产能以及新客户拓展顺利, 给予公司2024年18倍PE, 对应目标价16.65元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 44: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
605009.SH	豪悦护理	38.45	2.72	3.22	3.85	4.52	14	12	10	9
002511.SZ	中顺洁柔	9.22	0.27	0.29	0.44	0.55	35	32	21	17
301335.SZ	天元宠物	17.48	1.43	0.60	0.80	0.93	12	29	22	19
001222.SZ	源飞宠物	11.91	1.16	0.74	0.85	0.95	10	16	14	12
	平均值						18	22	17	14
001206.SZ	依依股份	12.33	1.14	0.70	0.93	1.05	11	18	13	12

数据来源: ifind, 华福证券研究所 注: 数据为2024年3月12日收盘价, 可比公司盈利预测为ifind一致预期

5 风险提示

(1) 原材料成本短期大幅上升的风险。公司原材料所占成本比重较大, 虽在存在调价机制, 但调价存在滞后性, 因此短期原材料成本大幅上升, 将直接降低公司当期利润。

(2) 海外市场恢复不及预期。若海外市场内生需求增长不及预期, 公司的下游客户订单或将减少, 从而传导至公司营收不及预期。

(3) 汇率波动风险。公司境外业务占比较高, 以美元结算, 若人民币汇率大幅升值, 将对公司利润产生不利影响。

(4) 海内外新客户开拓不及预期风险。新客户将对公司营收带来直接增量, 公司积极参加展会等方式开拓新客户, 但若公司新客户拓展不及预期, 将对公司营收增长产生压力。

(5) 国内市场竞争风险。目前我国宠物市场处于快速扩张期, 进入者众多, 若



进入者扰乱正常市场秩序，将对公司业务拓展带来较重影响；同时在较强的竞争环境中，若公司自有品牌的产品推新、营销打法、品牌打造不及预期，将对公司带来负面影响。



图表 45: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	543	426	527
应收票据及账款	255	259	344	368
预付账款	9	8	11	12
存货	196	168	228	250
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	414	312	440	423
流动资产合计	1,220	1,291	1,449	1,580
长期股权投资	36	36	36	36
固定资产	601	625	619	614
在建工程	29	13	18	23
无形资产	50	50	51	56
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	82	83	85	85
非流动资产合计	798	808	809	814
资产合计	2,019	2,099	2,258	2,393
短期借款	0	0	0	0
应付票据及账款	142	162	217	235
预收款项	0	0	0	0
合同负债	3	3	4	4
其他应付款	3	3	4	4
其他流动负债	40	37	43	47
流动负债合计	189	205	267	290
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	209	225	287	310
归属母公司所有者权益	1,810	1,874	1,971	2,083
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,810	1,874	1,971	2,083
负债和股东权益	2,019	2,099	2,258	2,393

现金流量表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	201	221	91	196
现金收益	169	169	223	248
存货影响	-23	27	-60	-22
经营性应收影响	39	-3	-87	-24
经营性应付影响	-36	19	56	18
其他影响	51	8	-41	-24
投资活动现金流	-9	22	-143	-21
资本支出	-68	-68	-62	-66
股权投资	-36	0	0	0
其他长期资产变化	95	90	-81	45
融资活动现金流	-69	-46	-65	-75
借款增加	-3	0	0	0
股利及利息支付	-66	-74	-81	-90
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	28	16	15

利润表

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,516	1,421	1,830	2,054
营业成本	1,308	1,186	1,522	1,701
税金及附加	11	10	13	14
销售费用	20	26	29	33
管理费用	41	41	51	58
研发费用	20	24	24	27
财务费用	-31	-20	-9	-7
信用减值损失	0	0	0	-1
资产减值损失	-3	0	-1	-1
公允价值变动收益	17	-16	1	1
投资收益	29	10	13	15
其他收益	4	4	4	5
营业利润	194	170	217	247
营业外收入	3	4	5	4
营业外支出	4	8	3	3
利润总额	193	166	219	248
所得税	42	36	48	54
净利润	151	130	171	194
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	151	130	171	194
EPS (按最新股本摊薄)	0.81	0.70	0.93	1.05

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	15.7%	-6.3%	28.8%	12.3%
EBIT 增长率	3.5%	-9.5%	43.6%	15.0%
归母公司净利润增长率	32.0%	-13.6%	31.6%	13.2%
获利能力				
毛利率	13.7%	16.5%	16.8%	17.2%
净利率	9.9%	9.2%	9.3%	9.4%
ROE	8.3%	6.9%	8.7%	9.3%
ROIC	12.2%	10.0%	13.9%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	10.3%	10.7%	12.7%	13.0%
流动比率	6.5	6.3	5.4	5.4
速动比率	5.4	5.5	4.6	4.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9
应收账款周转天数	64	65	59	62
存货周转天数	51	55	47	51
每股指标 (元)				
每股收益	0.81	0.70	0.93	1.05
每股经营现金流	1.09	1.20	0.49	1.06
每股净资产	9.79	10.14	10.66	11.27
估值比率				
P/E	15	18	13	12
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	124	127	96	86

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn