

24Q1 开局表现靓丽，收入利润显著改善

投资要点

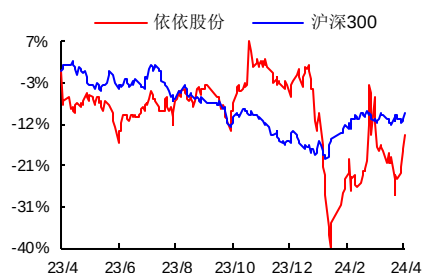
- 业绩摘要:** 公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报, 2023 年公司实现营收 13.4 亿元, 同比-11.8%; 实现归母净利润 1 亿元, 同比-31.4%; 实现扣非净利润 1.1 亿元, 同比-4.3%。单季度来看, 2023Q4 公司实现营收 3.5 亿元, 同比-6.5%; 实现归母净利润 0.2 亿元, 同比-33.2%; 实现扣非后归母净利润 0.3 亿元, 同比+24.6%。2024Q1 公司实现营收 3.8 亿元, 同比+35.2%; 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比大幅扭亏; 实现扣非后归母净利润 0.4 亿元, 同比大幅扭亏。24Q1 公司订单边际修复, 收入利润显著改善。
- 成本回落带动毛利率改善, 盈利能力稳步回升。** 2023 年公司整体毛利率为 17%, 同比+3.3pp; 2023Q4 毛利率为 18.6%, 同比+3.3pp; 受益于产能利用率恢复、叠加木浆等原材料采购价格同比回落, 产品毛利率显著修复。分产品看, 宠物一次性卫生护理用品毛利率为 17.9% (+3.9pp), 其中宠物垫毛利率为 15.8% (+4.3pp), 宠物尿裤毛利率为 46.1% (-1.0pp); 无纺布毛利率为 -3.5% (-4.7pp); 个人一次性卫生护理用品毛利率为 23.8% (-0.4pp)。费用率方面, 公司总费用率为 5.5%, 同比+2.2pp, 整体费用投入均提高, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2%/3%/-1.2%/1.8%, 同比+0.7pp/+0.2pp/+0.8pp/+0.4pp, 销售费用率上升主要是公司拓展新客户, 用于营销推广宣传费用增加所致, 财务费用率提高主要是汇率变动产生的汇兑收益较同期减少所致。综合来看, 公司净利率为 7.7%, 同比-2.2pp; 2023Q4 净利率为 4.5%, 同比-1.8pp。2024Q1 毛利率为 18.2%, 同比+11.2pp; 费用率方面, 公司总费用率为 4.9%, 同比-4.1pp, 主要由于汇率变动致汇兑收益增加, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.1pp/-0.5pp/-2.8pp/-0.8pp。2024Q1 净利率为 11%, 同比+11.8pp, 盈利能力延续改善趋势。
- 产能释放有助业绩修复, 产品结构逐步优化。** 从品类来看, 2023 年宠物一次性卫生护理用品营收达到 12.5 亿元, 同比-13.3%。其中宠物垫营收 11.6 亿元, 同比-13.2%, 宠物尿裤实现收入 8385.3 万元, 同比-14.1%。受海外客户去库存周期影响, 下游客户的订单有所延迟, 宠物一次性卫生护理用品营收暂时承压。2023 年底下游客户去库存已经接近尾声, 恢复常态下单节奏, 订单有望边际改善。无纺布营收为 0.6 亿元, 同比+18.9%, 主要得益于无纺布新产能释放, 公司将无纺布纳入产业链, 增强供应链匹配能力, 交货期缩短的同时加强产品质量管控; 护理垫营收为 1329.2 万元, 同比+12.9%。2024 年伴随公司募投项目产能的释放, 核心产品宠物尿垫产能可达 46 亿片, 宠物尿裤年产可达 2 亿片, 产能瓶颈得到突破, 2024 年公司将进一步优化现有生产、存储、销售等各个环节, 使整体生产效率得到提升。
- 海外渠道营收暂时承压, 内销营收稳步增长。** 从销售区域来看, 2023 年外销营收 12.4 亿元, 同比-13.9%; 内销营收 1.0 亿元, 同比+27.8%。外销渠道来看, 公司与亚马逊、PetSmart、沃尔玛等大客户持续保持良好合作关系, 2023 年前五大客户收入 6.5 亿元, 同比下滑约 20%, 主要由于大客户亚马逊渠道库存较高, 新增订单减少所致, 前五大客户收入占比 48.7%。2024 年以来大客户已经恢复稳健下单, 全年收入有望保持稳健增长。此外公司大力拓展海外优质客户,

西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣
执业证号: S1250517080002
电话: 023-67511807
邮箱: cxin@swsc.com.cn

分析师: 赵兰亭
执业证号: S1250522080002
电话: 023-67511807
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.85
流通 A 股(亿股)	0.90
52 周内股价区间(元)	9.66-23.44
总市值(亿元)	25.55
总资产(亿元)	20.25
每股净资产(元)	9.81

相关研究

- 依依股份 (001206): 成本下行毛利率显著修复, 静待订单回暖 (2023-11-02)

新客户主要为海外采购体量较大的连锁商超，有望逐步出货并贡献收入增量。2024 年公司将持续巩固和扩大原有客户资源所对应的市场份额，利用产能释放的良好契机，积极开发新的国际市场范围及客户资源，不断扩大公司的国际市场销售规模。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 0.91 元、1.10 元、1.30 元，对应 PE 分别为 15 倍、13 倍、11 倍。考虑到公司终端需求稳健，客户订单边际修复，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险；原材料成本大幅波动的风险；客户订单波动的风险；产能释放不及预期的风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1337.36	1690.22	2023.32	2363.02
增长率	-11.80%	26.38%	19.71%	16.79%
归属母公司净利润（百万元）	103.26	167.38	202.71	239.80
增长率	-31.41%	62.10%	21.11%	18.30%
每股收益 EPS（元）	0.56	0.91	1.10	1.30
净资产收益率 ROE	5.83%	8.93%	10.31%	11.58%
PE	25	15	13	11
PB	1.44	1.36	1.30	1.23

数据来源：Wind，西南证券



关键假设：

假设 1：随着下游客户订单修复，公司宠物一次性卫生护理产品销量稳步增长，2024-2026 年销量分别增长 25%、18%、15%；均价平均每年增 2%；

假设 2：公司产能利用率提升，宠物一次性卫生用品毛利率改善。2024-2026 年分别为 18.5%、18.6%、18.8%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
合计				
营业收入	1337.4	1690.2	2023.3	2363.0
yoy	-11.8%	26.4%	19.7%	16.8%
营业成本	1109.8	1,387.0	1,657.6	1,930.5
毛利率	17.0%	17.9%	18.1%	18.3%
宠物一次性卫生护理用品				
收入	1252.6	1597.0	1922.2	2254.7
yoy	-13.3%	27.5%	20.4%	17.3%
成本	1028.38	1301.6	1564.7	1830.8
毛利率	17.9%	18.5%	18.6%	18.8%
无纺布				
收入	62.4	69.8	76.8	83.0
yoy	18.9%	12%	10%	8%
成本	64.53	67.7	74.5	80.5
毛利率	-3.5%	3.0%	3.0%	3.0%
个人一次性卫生护理用品				
收入	18.3	19.2	20.2	21.2
yoy	4.4%	5%	5%	5%
成本	13.9	14.6	15.3	16.1
毛利率	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
其他				
收入	4.1	4.1	4.1	4.1
yoy	179.7%	0%	0%	0%
成本	2.9	3.1	3.1	3.1
毛利率	29.5%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1337.36	1690.22	2023.32	2363.02	净利润	103.26	167.38	202.71	239.80
营业成本	1109.77	1387.03	1657.61	1930.52	折旧与摊销	54.61	58.07	59.45	61.36
营业税金及附加	11.34	12.38	15.51	16.30	财务费用	-16.66	-9.36	-5.13	-1.22
销售费用	27.08	27.04	30.35	35.45	资产减值损失	-1.62	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.76	64.23	70.82	80.34	经营营运资本变动	45.65	-71.14	-67.90	-70.22
财务费用	-16.66	-9.36	-5.13	-1.22	其他	17.21	-3.29	-6.69	-5.37
资产减值损失	-1.62	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	202.44	141.67	182.43	224.34
投资收益	-14.38	5.00	5.00	5.00	资本支出	28.31	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	1.27	1.00	1.00	1.00	其他	-166.03	36.04	5.99	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-137.72	-13.96	-44.01	-49.00
营业利润	131.74	214.89	260.17	307.62	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.72	-0.17	-0.13	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	132.46	214.72	260.04	307.62	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	29.20	47.34	57.33	67.82	支付股利	-111.78	-64.93	-110.20	-134.31
净利润	103.26	167.38	202.71	239.80	其他	-33.42	6.12	5.13	1.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-145.20	-58.81	-105.07	-133.09
归属母公司股东净利润	103.26	167.38	202.71	239.80	现金流量净额	-76.45	68.90	33.35	42.25
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	269.60	338.49	371.85	414.10	成长能力				
应收和预付款项	296.49	354.67	425.31	499.03	销售收入增长率	-11.80%	26.38%	19.71%	16.79%
存货	148.78	193.17	228.10	266.91	营业利润增长率	-32.15%	63.11%	21.07%	18.24%
其他流动资产	482.41	454.94	458.28	466.57	净利润增长率	-31.41%	62.10%	21.11%	18.30%
长期股权投资	45.69	45.69	45.69	45.69	EBITDA 增长率	-20.25%	55.35%	19.30%	16.94%
投资性房地产	0.00	0.16	0.08	0.09	获利能力				
固定资产和在建工程	601.64	599.14	595.26	589.47	毛利率	17.02%	17.94%	18.07%	18.30%
无形资产和开发支出	48.44	42.89	37.34	31.79	三费率	3.75%	4.85%	4.75%	4.85%
其他非流动资产	88.14	88.13	88.11	88.09	净利率	7.72%	9.90%	10.02%	10.15%
资产总计	1981.19	2117.28	2250.00	2401.74	ROE	5.83%	8.93%	10.31%	11.58%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.21%	7.91%	9.01%	9.98%
应付和预收款项	180.34	222.59	262.33	308.09	ROIC	8.32%	14.78%	16.88%	18.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.69%	15.60%	15.54%	15.56%
其他负债	29.67	21.05	21.54	22.03	营运能力				
负债合计	210.01	243.65	283.87	330.12	总资产周转率	0.67	0.82	0.93	1.02
股本	184.89	184.89	184.89	184.89	固定资产周转率	2.24	2.92	3.70	4.53
资本公积	1128.66	1128.66	1128.66	1128.66	应收账款周转率	5.11	5.75	5.70	5.64
留存收益	487.64	590.09	682.60	788.08	存货周转率	6.39	8.09	7.84	7.78
归属母公司股东权益	1771.18	1873.63	1966.13	2071.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.14%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1771.18	1873.63	1966.13	2071.62	资产负债率	10.60%	11.51%	12.62%	13.75%
负债和股东权益合计	1981.19	2117.28	2250.00	2401.74	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.25	5.96	5.59	5.29
					速动比率	5.48	5.10	4.73	4.43
					股利支付率	108.26%	38.79%	54.36%	56.01%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.91	1.10	1.30
					每股净资产	9.58	10.13	10.63	11.20
					每股经营现金	1.09	0.77	0.99	1.21
					每股股利	0.60	0.35	0.60	0.73
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	169.69	263.61	314.48	367.76					
PE	24.75	15.27	12.61	10.66					
PB	1.44	1.36	1.30	1.23					
PS	1.91	1.51	1.26	1.08					
EV/EBITDA	10.21	6.41	5.27	4.38					
股息率	4.37%	2.54%	4.31%	5.26%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn