

增持（首次）

持续开拓市场 规模优势显著

依依股份（001206）深度报告

2025年1月16日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

分析师：黄冬祎

SAC 执业证书编号：

S0340523020001

电话：0769-22119410

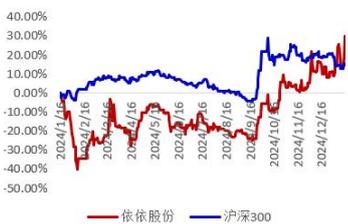
邮箱：

huangdongyi@dgzq.com.cn

主要数据 2025年1月15日

收盘价（元）	19.67
总市值（亿元）	36.37
总股本（百万股）	184.89
流通股本（百万股）	106.32
ROE(TTM)	9.22%
12月最高价（元）	20.11
12月最低价（元）	8.81

股价走势



资料来源：iFinD，东莞证券研究所

相关报告

- 公司系我国宠物一次性卫生用品龙头。公司成立于1990年，2021年成功在深交所上市。目前公司主营业务为一次性卫生护理用品及无纺布的研发、生产和销售，其中，一次性卫生护理用品包括宠物卫生护理用品和个人卫生护理用品。产品远销美国、加拿大、日本、韩国、英国、意大利等近40个国家和地区。
- 积极开拓境内外市场，已累积一定客户资源优势。海外销售方面，公司主要通过ODM/OEM模式向境外大型综合连锁商超、宠物连锁超市及连锁店、电商平台销售产品。经过多年累积，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如亚马逊、PetSmart、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等为主的客户资源体系。上述客户的供应商准入门槛极高，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。公司也在积极开拓国内市场，主要采用直销和经销的方式进行销售。
- 具备一定规模优势。目前公司核心产品宠物尿垫按标准产品计算年产可达46亿片，宠物尿裤年产可达2亿片。同时，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连续多年在30%以上，在同类产品出口市场领域中规模优势较为突出。公司将在募投项目建设完成的基础上，进一步优化现有生产、存储、销售等各个业务环节，使整体生产效率得到提升。
- 国内外宠物市场仍有望保持较快增长。发达国家宠物行业起步早，目前发展较为成熟，其中欧美市场仍有望保持较好增长。我国宠物市场规模已突破3000亿元。未来随着我国人均收入提高，老龄化、少子化带来宠物陪伴需求上升，养宠渗透率和单只宠物年均支出提升等，我国宠物市场规模有望不断扩大。目前我国宠物市场竞争格局较为分散，国产优质龙头有望凭借其竞争优势不断提高市场集中度。
- 投资建议：预计公司2024-2025年EPS分别为1.07元和1.32元，对应PE分别为18倍和15倍。国内外宠物市场仍有望保持较快增长，国内市场增速更快，国内优质企业有望受益。公司系我国宠物一次性卫生用品龙头，在境外市场已累积一定客户资源优势，未来将加大境内外市场开拓，且具备一定规模优势，未来发展可期。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示。原材料价格波动，汇率波动，国际形势变化等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司系我国宠物一次性卫生用品龙头	4
1.1 公司主营一次性卫生护理用品	4
1.2 以宠物一次性卫生用品为主	4
1.3 持续开拓境内外市场 已累积一定客户资源优势	6
1.4 具备一定规模优势	7
1.5 业绩和盈利能力有望保持回升	8
2. 宠物行业前景广阔	9
2.1 全球宠物行业起步早 发展相对成熟	10
2.2 我国宠物行业起步晚 发展迅速	12
2.3 多重因素推动我国宠物消费市场扩容	14
2.4 我国宠物市场竞争格局较为分散	17
3. 投资策略	17
4. 风险提示	18

插图目录

图 1：公司分产品收入（亿元）	5
图 2：公司分产品收入占比（%）	5
图 3：公司境内外收入（亿元）	7
图 4：公司境内外收入占比（%）	7
图 5：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）	8
图 6：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）	8
图 7：公司毛利率净利率（%）	9
图 8：公司期间费用率（%）	9
图 9：宠物行业分类	9
图 10：全球宠物市场规模（亿美元）	10
图 11：全球宠物用品市场规模（亿美元）	10
图 12：美国宠物市场规模及其同比增速（亿美元，%）	11
图 13：美国宠物市场结构（%）	11
图 14：欧洲宠物市场规模及其同比增速（亿欧元，%）	11
图 15：欧洲宠物市场结构（%）	11
图 16：中国城镇宠物犬猫数量（万只）	13
图 17：中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）	13
图 18：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）	13
图 19：我国宠物（犬猫）市场消费结构（%）	13
图 20：我国宠物（犬猫）用品市场规模及同比增速（亿元，%）	14
图 21：我国 GDP 与人均可支配收入	15
图 22：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%）	15
图 23：我国出生率（‰）	15
图 24：中国宠物家庭户数渗透率（%）	16
图 25：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）	16
图 26：中国单只宠物犬年均支出（元）	16
图 27：中国单只宠物猫年均支出（元）	16
图 28：2023 年我国宠物行业企业集中度（%）	17

表格目录

表 1：公司发展历程	4
表 2：公司主要产品及其功能与用途	4
图 3：公司全球销售地区	6
表 4：公司部分 IPO 募投项目情况	8
表 5：中国宠物行业发展历程	12
表 6：公司盈利预测简表（2025/1/15）	17

1. 公司系我国宠物一次性卫生用品龙头

1.1 公司主营一次性卫生护理用品

公司主营业务为一次性卫生护理用品及无纺布的研发、生产和销售。公司成立于1990年，于1998年变更为“天津市依依卫生用品厂”，经营性质为集体企业，经营范围变更为“生活用纸系列产品”。2005年，集体企业改制为有限责任公司。2016年，有限责任公司整体变更为股份有限公司。2017年，公司成功在全国中小企业股份转让系统公开挂牌转让。2021年，公司成功在深交所上市。目前公司主营业务为一次性卫生护理用品及无纺布的研发、生产和销售，其中，一次性卫生护理用品包括宠物卫生护理用品和个人卫生护理用品。产品远销美国、加拿大、日本、韩国、英国、意大利等近40个国家和地区。

表 1：公司发展历程

时间	公司重要事件
1998	企业名称变更为“天津市依依卫生用品厂”
2005	集体企业改制为有限责任公司
2016	完成股份制改造，设立股份有限公司
2017	在全国中小企业股份转让系统公开挂牌转让
2019	在全国中小企业股份转让系统终止挂牌
2021	成功登陆深交所主板

资料来源：公司首次公开发行股票招股说明书，东莞证券研究所

1.2 以宠物一次性卫生用品为主

产品以宠物一次性卫生护理用品为主。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。2009年以前，公司产品以个人一次性卫生护理用品为主。2009年以后，公司产品以宠物一次性卫生护理用品为主。

表 2：公司主要产品及其功能与用途

主要产品类别	具体品类	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。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		无纺布被用作宠物垫、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 2023 年年度报告，东莞证券研究所

宠物一次性卫生护理用品收入占比超过 90%，2024 年收入逐步回升。目前公司营业收入主要来源于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。2023 年，公司宠物一次性卫生护理用品实现营业收入 12.53 亿元，同比下降 13.31%，主要受海外客户去库存周期的影响；营收占比达到 93.7%；个人一次性卫生护理用品实现营业收入 0.18 亿元，同比增长 4.37%，营收占比约为 1.3%；无纺布业务实现营业收入 0.62 亿元，同比增长 18.92%，营收占比约为 4.6%。随着海外客户去库存结束及开拓新客户，2024 年上半年，公司各大产品收入实现了较好增长；其中宠物一次性卫生护理用品实现营业收入 7.63 亿元，同比增长 29.07%；个人一次性卫生护理用品实现营业收入 0.10 亿元，同比增长 38.6%；无纺布业务实现营业收入 0.38 亿元，同比增长 32.98%。

图 1：公司分产品收入（亿元）

图 2：公司分产品收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

1.3 持续开拓境内外市场 已累积一定客户资源优势

在境外市场已累积一定客户资源优势。公司目前产品销售以出口为主，以国内销售为辅。公司境外主要采用 ODM/OEM 模式，也有少部分产品以自主品牌经销或直销的模式销售。公司主要通过 ODM/OEM 模式向境外大型综合连锁商超、宠物连锁超市及连锁店、电商平台销售产品。经过多年累积，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如亚马逊、PetSmart、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 等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。

图 3：公司全球销售地区



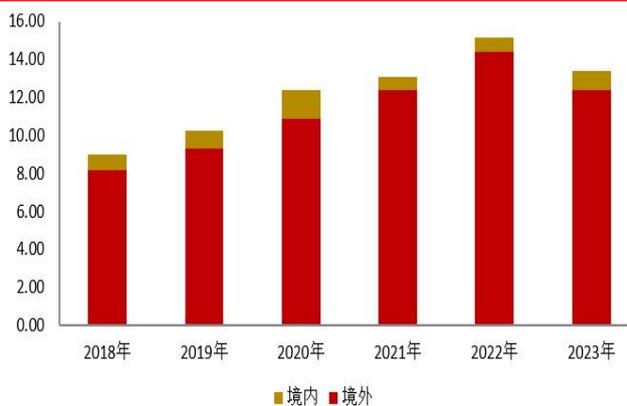
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

积极开拓国内市场。在国内市场，公司主要采用直销和经销的方式进行销售。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）”、“一坪花房”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。随着国内宠物市场的快速发展，国内也迅速成长了一批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”品牌运营商福州无量信息技术有限公司。这些宠物品牌运营商也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。公司自有品牌个人一次性卫生护理用品“多帮乐”、“爱梦园”护理垫，“依依”卫生巾和护垫等主要通过经销商、天猫、京东销售。同时，公司也以 ODM/OEM 方式向沃尔玛等商超销售个人一次性卫生护理产品。

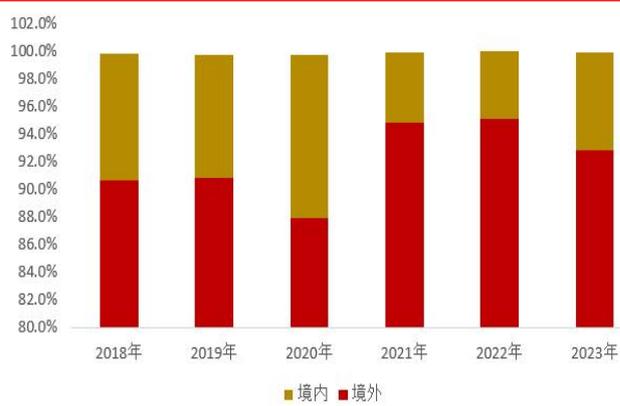
境内外市场收入有望保持回升。2018-2022 年，公司境外市场营业收入由 8.19 亿元波动增长至 14.42 亿元，CAGR 约为 15.2%，营收占比由 90.7%提升至 95.1%。2023 年，受部分海外客户去库存影响，公司境外市场收入同比下滑 13.86%至 12.42 亿元。2024 年上半年，得益于部分老客户订单恢复较好增长及新增客户开拓，境外市场实现营业收入 7.59 亿元，同比增长 29.35%。境内市场方面，公司 2018-2022 年境内市场收入 CAGR 约为-2.7%，境内市场收入增长较为不理想。2023-2024 年，公司积极开拓境内市场，境内市场收入实现较快增长。2023 年及 2024 年上半年，公司境内市场分别实现营业收入 0.95 亿元和 0.54 亿元，分别同比增长 27.83%和 28.71%。

图 3：公司境内外收入（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 4：公司境内外收入占比（%）



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

1.4 具备一定规模优势

IPO 募投项目实施有助于突破产能瓶颈。公司 IPO 募投项目实施前，其宠物垫产品保持在较高负荷生产状态，产品的产能利用率及产销率稳步提升并保持在较高水平，2020 年分别达到 99.11%、99.59%。当时产能不足，导致公司难以开拓新的客户，制约公司快速发展。公司于 2021 年 5 月 18 日 IPO 上市成功，募集资金净额 9.75 亿元，主要投向宠物垫项目和宠物尿裤项目及补充流动资金。其中宠物垫项目募集资金承诺投资总额 3.86 亿元，截至 2024 年上半年末投资进度达到 75.49%，该项目已于 2023 年 6 月达到可使用状态，2024 年上半年实现效益 3295.71 万元；项目完全投产后，公司宠物垫新增产能 22.5 亿片。宠物尿裤项目募集资金承诺投资总额 1.14 亿元，截至 2024 年上半年末投资进度达

到 98.94%，该项目已于 2022 年 12 月达到可使用状态，2024 年上半年实现效益 1504.56 万元；项目完全投产后，公司宠物尿裤新增产能 2.2 亿片。

表 4：公司部分 IPO 募投项目情况

募投项目	募集资金承诺 投资总额（万 元）	截至 2024 上 半年末累计投 入金额（万元）	截至 2024 上半 年末投资进度	项目达到预定 可使用状态日 期	2024 年上半年 实现的效益 （万元）
卫生材料及一次性卫生用品生产项目—宠物垫项目	38,611.20	29,146.95	75.49%	2023 年 6 月 30 日	3,295.71
卫生材料及一次性卫生用品生产项目—宠物尿裤项目	11,413.55	11,293.09	98.94%	2022 年 12 月 21 日	1504.56

资料来源：公司 2024 年半年度报告，东莞证券研究所

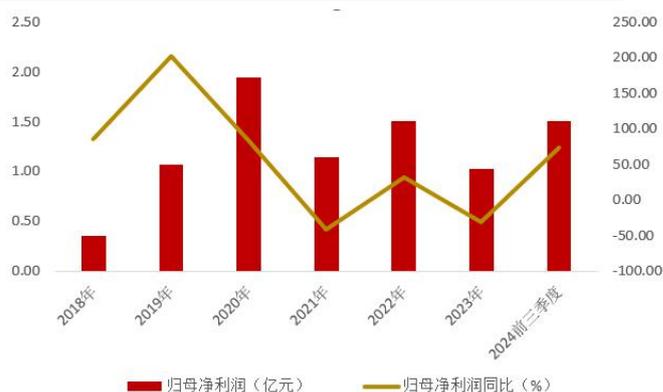
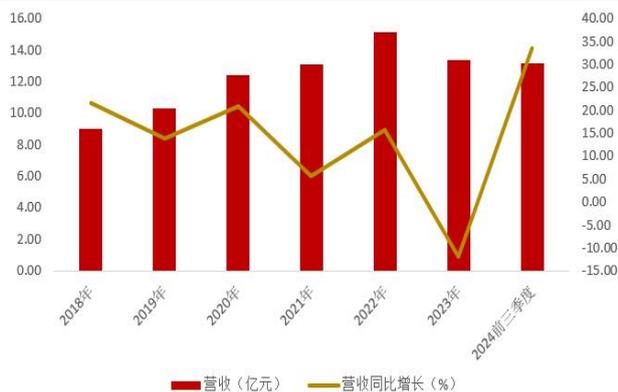
公司具备一定规模化生产优势。作为国内较早从事“宠物卫生护理用品”产业的生产服务商之一，公司扎根华北地区多年，打造覆盖全生产环节、全应用场景、全产品体系的规模化宠物卫生护理用品生产基地，为全球百余家大型国际知名的宠物用品运营商、商超和电商平台稳定持久地提供规模化的生产保障。公司首次公开发行股票募集资金投资项目“卫生材料及一次性卫生用品生产项目—宠物垫项目”已于 2023 年第四季度末建设完成并结项。目前核心产品宠物尿垫按标准产品计算年产可达 46 亿片，宠物尿裤年产可达 2 亿片。同时，公司对外出口金额占海关统计国内同类出口产品总金额的比例连续多年在 30%以上，在同类产品出口市场领域中规模优势较为突出。公司将在募投项目建设完成的基础上，进一步优化现有生产、存储、销售等各个业务环节，使整体生产效率得到提升。

1.5 业绩和盈利能力有望保持回升

2024 年业绩有所回升。2018-2022 年，公司营业总收入由 9.03 亿元增长至 15.16 亿元，CAGR 约为 13.8%；归母净利润由 0.35 亿元增长至 1.51 亿元，CAGR 约为 44.1%，业绩增速较快主要得益于境外市场的开拓。2023 年，公司分别实现营业总收入和归母净利润 13.37 亿元和 1.03 亿元，分别同比下降 11.8%和 31.41%，业绩出现下滑主要受部分海外客户去库存影响所致。公司积极应对，一方面大力拓展海外优质客户，另一方面加强成本管控、节能降耗等。2024 年，随着海外客户去库存结束及新增客户逐步贡献收入，公司业绩迎来回升。2024 年前三季度，公司分别实现营业总收入和归母净利润 13.16 亿元和 1.51 亿元，分别同比增长 33.43%和 72.72%。公司已发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年归母净利润 1.98 亿元-2.25 亿元，同比在 91.76%-117.91%，扣非归母净利润 1.75 亿元-2.02 亿元，同比增长 60.06%-84.76%，实现大幅增长主要得益于：老客户订单保持较好的增长、新增客户贡献、多种主要原材料采购价格稳中小幅回落以及产能利用率大幅提高等。

图 5：公司营业总收入及其同比增速（亿元，%）

图 6：公司归母净利润及其同比增速（亿元，%）

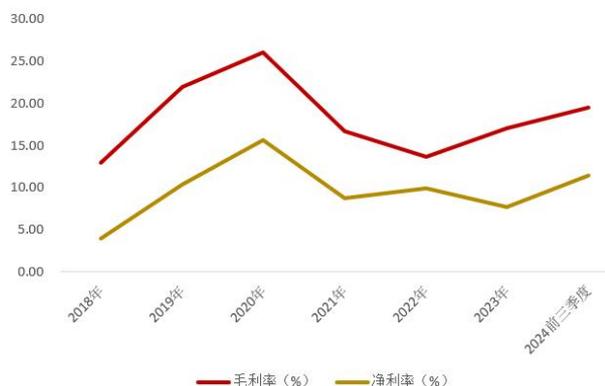


资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

盈利能力逐步回升。2023年，公司业绩虽然同比有所下滑，但毛利率同比仍回升了3.3个百分点至17.02%，主要得益于节能降耗及原材料采购价格回落等；净利率受投资净收益减少及期间费用率上升等拖累同比下滑了2.21个百分点至7.72%。2024年，公司毛利率净利率逐步回升。2024年前三季度，公司毛利率同比回升3.13个百分点至19.57%，主要得益于原材料采购价格回落及境外市场订单增长；净利率同比回升2.61个百分点至11.47%，主要得益于毛利率回升及控费。

图 7：公司毛利率净利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

图 8：公司期间费用率 (%)

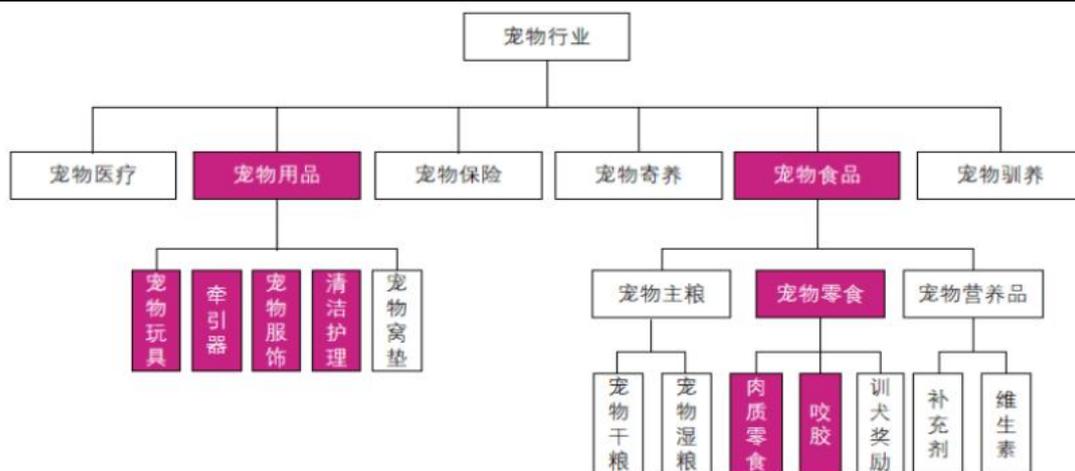


资料来源：同花顺 iFinD，东莞证券研究所

2. 宠物行业前景广阔

宠物行业涉及宠物食品、宠物用品、宠物医疗和宠物服务等行业。宠物行业是指一切围绕着“宠物”而形成的产业链，涵盖宠物的繁殖与宠物交易，以及围绕宠物消费的商品和服务，包括宠物食品、宠物用品、宠物医疗和宠物服务等，其中宠物服务包括宠物美容、宠物寄养、宠物训练、宠物摄影等多种服务。目前，我国宠物行业逐渐发展出覆盖宠物衣食住行、生老病死的全产业链。

图 9：宠物行业分类

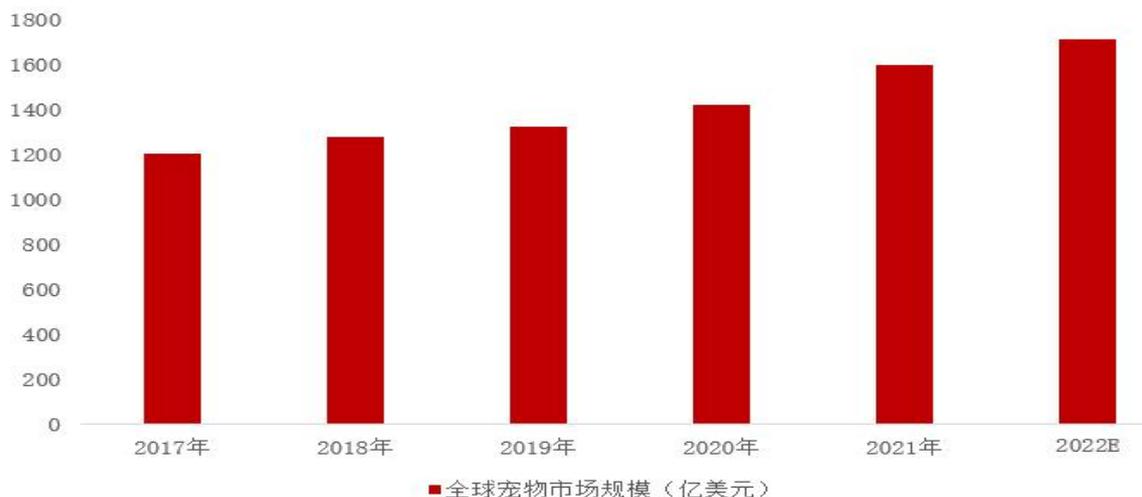


资料来源：源飞宠物 2024 年半年度报告，东莞证券研究所

2.1 全球宠物行业起步早 发展相对成熟

发达国家宠物行业起步早，目前发展较为成熟。发达国家宠物行业起步早，目前产业链较为完整和成熟，已形成了宠物食品、宠物用品、宠物美容、宠物医疗、宠物训练、宠物保险等产业链条。近几年来，全球宠物市场进入平稳发展阶段。根据 Euromonitor 数据，2017-2022 年，全球宠物市场规模由 1204 亿美元增长至 1713 亿美元，CAGR 约为 7.3%。从消费结构来看，宠物食品占比最大，约为 50%，宠物医疗和宠物用品占比分别居第二和第三，占比分别约为 30%和 20%。

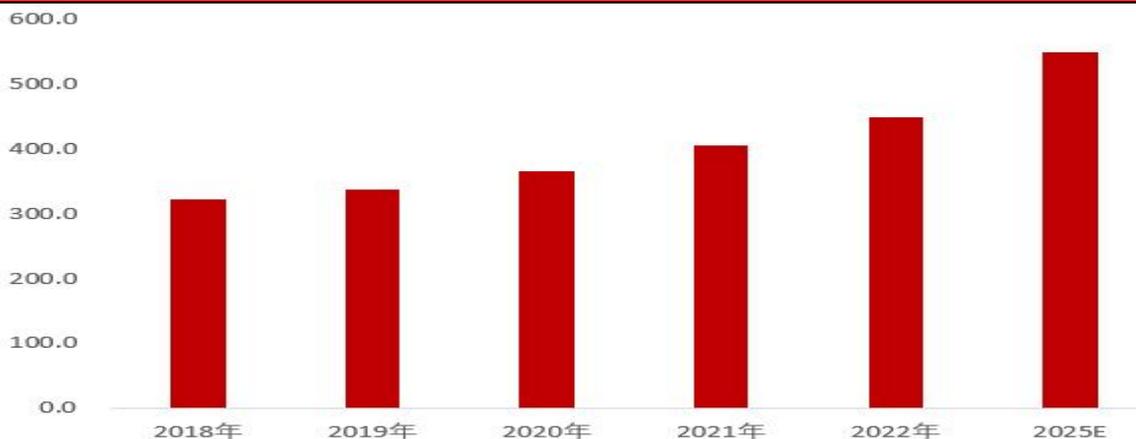
图 10：全球宠物市场规模（亿美元）



资料来源：Euromonitor International，《福贝宠物主板首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，东莞证券研究所

全球宠物用品市场规模保持稳增。根据 Euromonitor 数据，2022 年全球宠物用品规模同比增长 10.7%至 447.6 亿美元，2025 年将有望达到 548.3 亿美元；其中美国、西欧为主要消费地区，2021 年市场规模分别达到 214.0 亿美元和 91.8 亿美元，全球占比分别为 47%和 20%，预计 2025 年将分别有望达到 253.3 亿美元和 123.1 亿美元。未来随着宠物主年轻化以及养宠拟人化的趋势，全球宠物用品市场仍有较大增长空间。

图 11：全球宠物用品市场规模（亿美元）

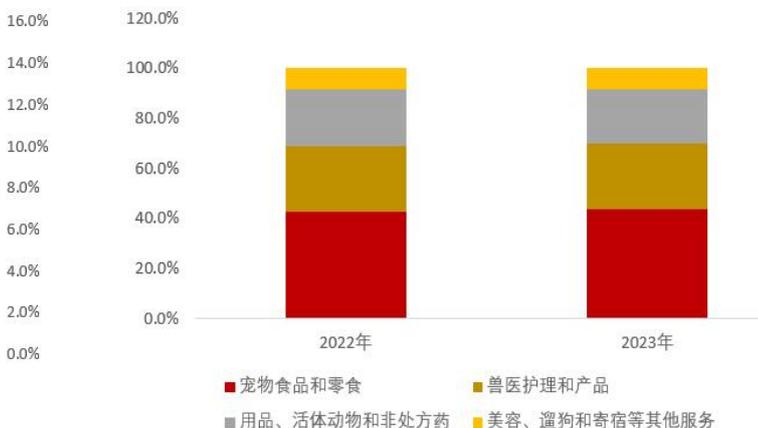
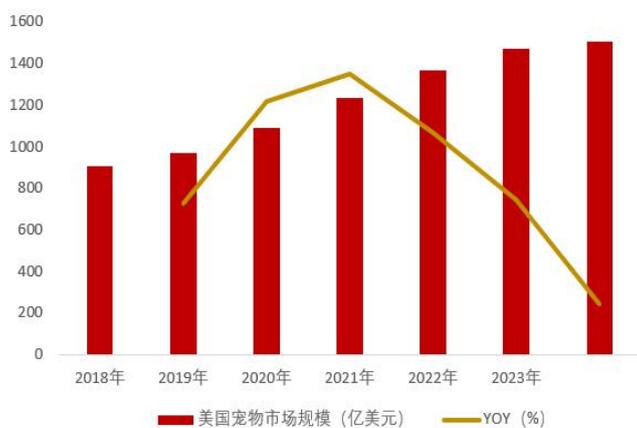


资料来源: Euromonitor International, 源飞宠物 2024 年半年度报告, 东莞证券研究所

美国宠物市场规模全球最大, 仍保持较好增长。美国宠物行业具有百余年的发展历史, 产业链成熟, 是全球最大的宠物市场。据美国宠物用品协会 (APPA) 数据, 美国 2023 年宠物行业消费额达到 1470 亿美元, 同比增长 7.5%, 2018-2023 年 CAGR 达到 10.19%, 增速快于美国同期 GDP 增速。预计 2024 年美国宠物行业消费额有望达到 1506 亿美元。从市场结构来看, 2023 年, 美国宠物食品和零食消费占比最大, 达到 43.8%, 用品、活体动物和非处方药消费占比达到 21.8%。

图 12: 美国宠物市场规模及其同比增速 (亿美元, %)

图 13: 美国宠物市场结构 (%)



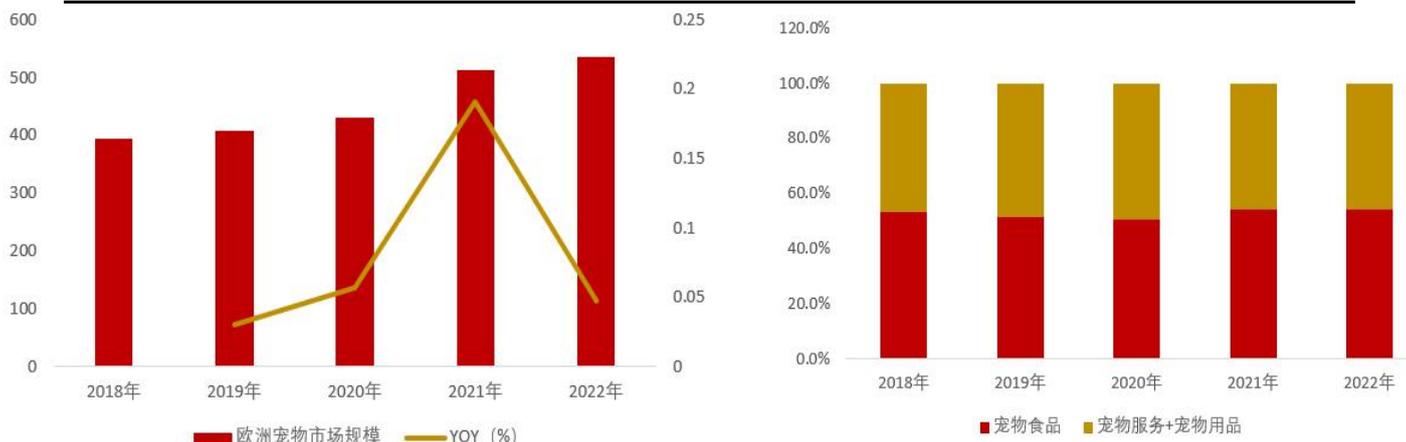
资料来源: 依依股份 2023 年年度报告, 东莞证券研究所

资料来源: 依依股份 2023 年年度报告, 东莞证券研究所

欧洲宠物市场规模仍保持较快增长。欧洲是全球另一大宠物消费市场。根据欧洲宠物食品工业联合会 (FEDIAF) 发布的数据, 2022 年欧洲宠物市场消费总额达 536 亿欧元, 同比增长 4.7%, 2018-2022 年 CAGR 约为 7.9%。从市场结构来看, 2022 年, 欧洲宠物食品消费占比最大, 达到 54.3%, 宠物服务+宠物用品消费占比达到 45.7%, 其中宠物用品消费占比约为 20%。

图 14: 欧洲宠物市场规模及其同比增速 (亿欧元, %)

图 15: 欧洲宠物市场结构 (%)



资料来源：依依股份 2023 年年度报告，东莞证券研究所

资料来源：依依股份 2023 年年度报告，东莞证券研究所

2.2 我国宠物行业起步晚 发展迅速

我国宠物行业起步较晚。我国现代意义上的宠物行业于 20 世纪 90 年代起步，大致经历了启蒙期、成长期和高速发展期。1992 年，中国小动物保护协会成立，向整个社会宣导了保护动物、爱护动物、动物是人类的朋友等象征社会文明的理念。小动物保护协会的成立标志着国内宠物行业的形成。1993 年，玛氏、皇家等国外宠物行业巨头纷纷进入中国。进入 21 世纪，中国宠物数量快速增长，同时，宠物角色发生转变，由“功能性”角色逐渐转型为“情感性”角色；伴随互联网大潮，第一批线上宠物服务平台出现；国内开始出现宠物用品制造厂商，但规模较小。2015 年以后，伴随国民经济的发展、人均可支配收入的提升和消费升级的趋势，我国宠物行业步入高速发展的阶段，各类新型服务模式在宠物行业展开，国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化。

表 5：中国宠物行业发展历程

启蒙期（1990 年-1999 年）	成长期（2000 年-2014 年）	高速发展期（2015 年至今）
1992 年，中国小动物保护协会成立	宠物角色发生转变，由“功能性”角色逐渐转型为“情感性”角色	伴随国民经济的发展、人均可支配收入的提升和消费升级的趋势，我国宠物行业步入高速发展的阶段
“宠物伴侣”理念在中国兴起	伴随互联网的发展，第一批网络宠物服务平台兴起	各类新型服务模式在宠物行业展开
1993 年，国际品牌“皇家”、“玛氏”正式进入中国市场	国内开始出现宠物用品制造厂商，但规模较小	国产宠物品牌发展迅速，我国宠物行业发展逐渐走向规范化、标准化

资料来源：《乖宝宠物创业板首次公开发行股票招股说明书（注册稿）》，东莞证券研究所

我国宠物和宠主数量总体上保持上升。宠物犬和猫仍是我国宠物的主要类型，2018-2024 年我国城镇犬猫数量由 9149 万只增长至 12411 万只，CAGR 约为 5.2%；其中宠物犬数量由 5085 万只增长至 5258 万只，CAGR 约为 0.6%；宠物猫数量由 4064 万只增长至 7153 万只，CAGR 约为 9.9%。宠主数量总体保持上升。2018-2022 年，我国城镇宠物（犬猫）主由 5648 万人增长至 7043 万人，CAGR 约为 5.7%；其中城镇宠物（犬）主由 3390 万人增长至 3412 万人，CAGR 约为 0.2%；城镇宠物（猫）主由 2258

万人增长至 3631 万人，CAGR 约为 12.6%。

图 16：中国城镇宠物犬猫数量（万只）

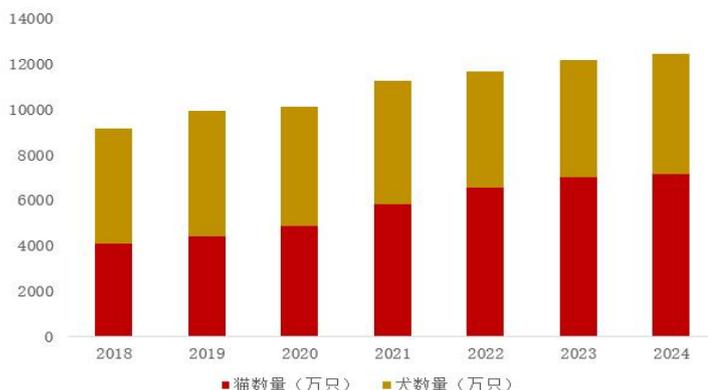
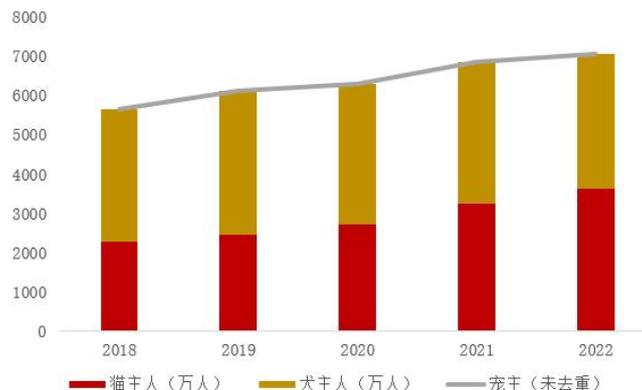


图 17：中国城镇宠主（犬猫）数量（万人）

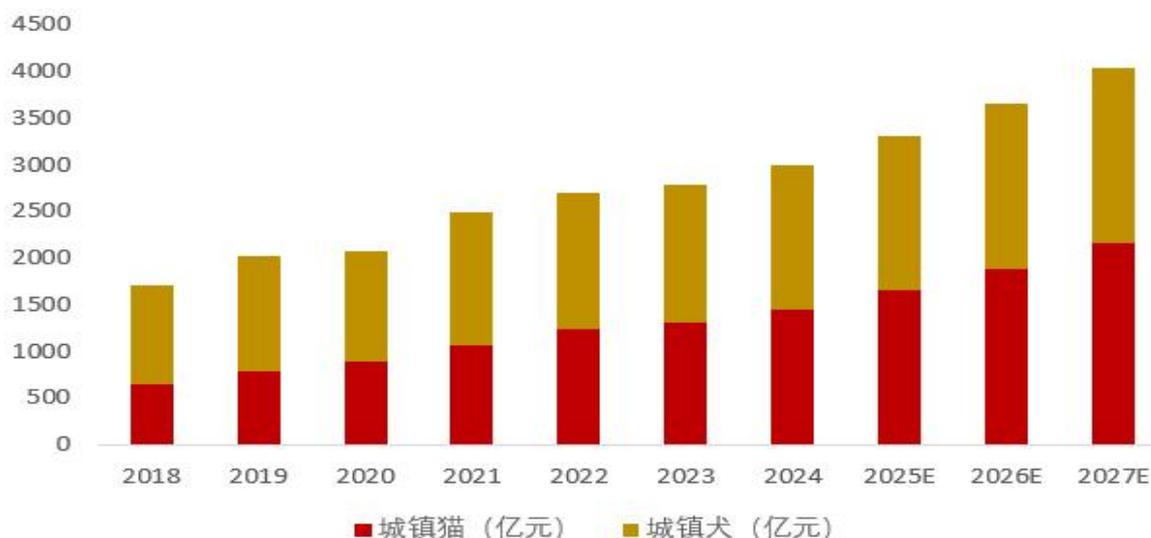


资料来源：《2021-2025 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

资料来源：《2022 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物市场规模有望保持快速增长。根据历年《中国宠物行业白皮书》，2018-2024 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模由 1708 亿元增长至 3002 亿元，CAGR 约为 9.9%；其中城镇宠物犬消费市场规模由 1056 亿元增长至 1557 亿元，CAGR 约为 6.7%；城镇宠物猫消费市场规模由 652 亿元增长至 1445 亿元，CAGR 约为 14.2%。预计到 2027 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模有望达到 4042 亿元，其中城镇宠物犬和猫消费市场规模分别有望达到 1891 亿元和 2151 亿元。

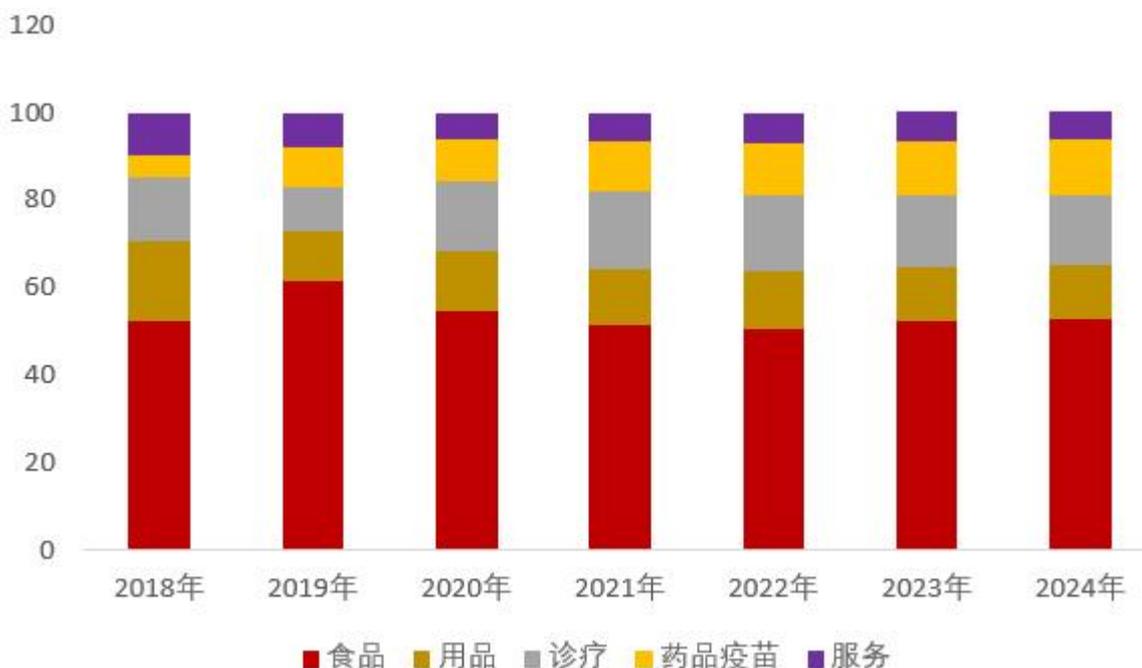
图 18：中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：《2022-2025 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物市场消费结构。根据历年《中国宠物行业白皮书》，我国宠物（犬猫）消费市场主要由宠物食品、宠物医疗、宠物用品和宠物服务构成，2024 年消费占比分别约为 52.8%、28.5%、12.4%和 6.8%。

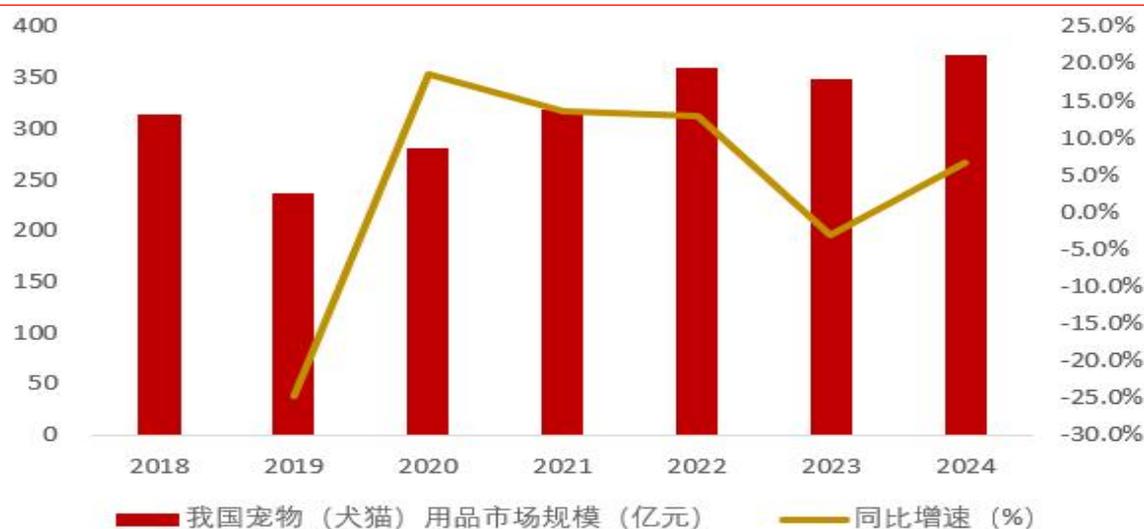
图 19：我国宠物（犬猫）市场消费结构（%）



资料来源：《2022-2025 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

我国宠物用品市场规模有望保持增长。根据历年《中国宠物行业白皮书》，2018-2024 年，我国宠物（犬猫）用品市场规模由 314 亿元增长至 372 亿元，CAGR 约为 2.9%，增速虽然慢于宠物食品市场，但仍然有望保持增长。

图 20：我国宠物（犬猫）用品市场规模及同比增速（亿元，%）



资料来源：历年宠物行业白皮书，东莞证券研究所

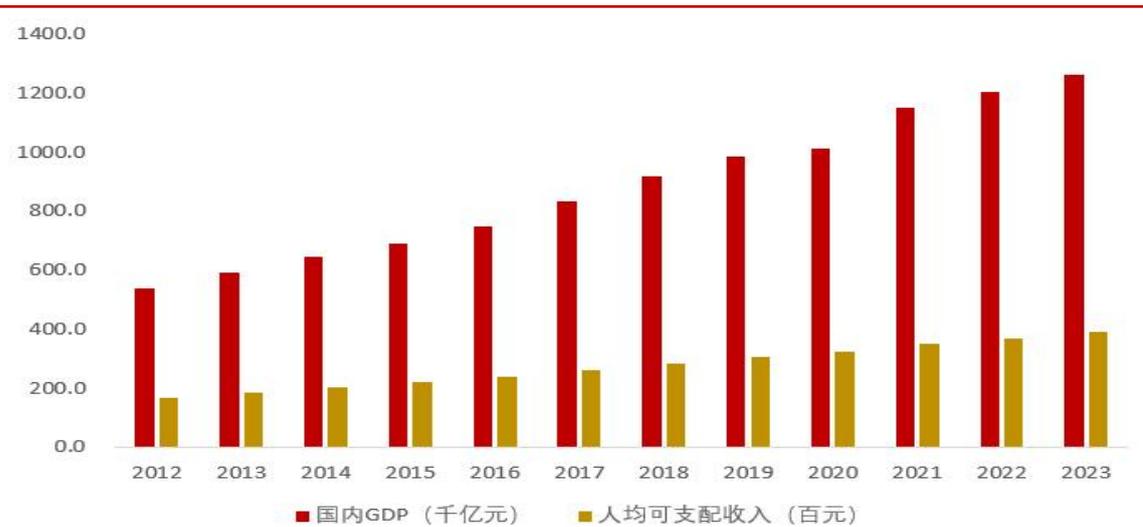
2.3 多重因素推动我国宠物消费市场扩容

(1) 我国经济发展及人均收入提高推动宠物消费市场增长

我国经济发展和人均可支配收入不断提高推动宠物消费市场增长。国际经验表明，经济水平与宠物消费市场的发展紧密相关。2013-2023 年，我国国内 GDP 规模由 59.3 万亿元增长至 126.1 万亿元，CAGR 约为 7.8%；我国居民人均可支配收入由 18311 元增长至 39218 元，CAGR 约为 7.9%。伴随着我国经济不断增长及居民人均可支配收入

不断提升，物质生活水平不断提高，人们越发注重精神需求的满足，养宠物作为情感寄托的需求上升，宠物消费市场也有望随之增长。

图 21：我国 GDP 与人均可支配收入



数据来源：国家统计局，wind，东莞证券研究所

(2) 人口结构变化带来宠物陪伴需求上升

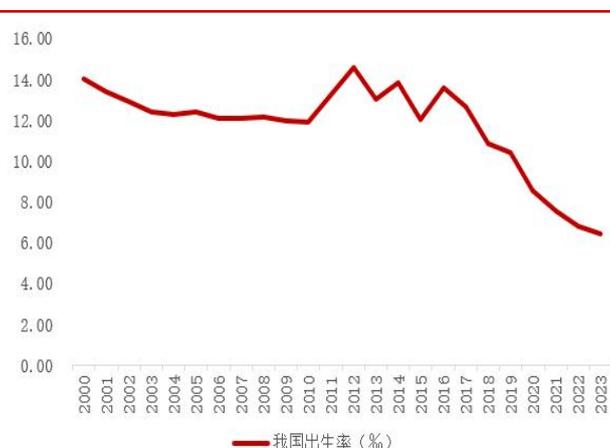
老龄化、少子化带来宠物陪伴需求不断上升。我国于 2000 年进入老龄化社会。截至 2023 年底，我国 65 岁及以上老年人口数量达到 2.17 亿人，占我国总人口的比例达到 15.4%。当前我国已处于深度老龄化社会时期，未来我国老龄化还将加速。根据联合国发布的《世界人口展望 2022》预测，到 2050 年，我国 60 岁及以上老年人口将超过 5 亿人，占比将达到 38.81%，将进入重度老龄化社会。随着老年人口的增多，我国空巢老人数量将持续增长。目前我国空巢老人占比已超过一半。另外，再加上近几年我国出生率下降，少子化、家庭规模小型化，人们对于宠物作为精神陪伴的需求不断上升。

图 22：我国 65 岁及以上人口数量及其占比（万人，%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 23：我国出生率（%）



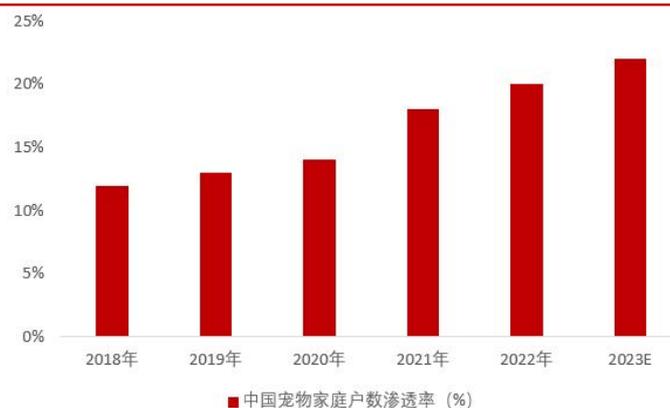
数据来源：wind，东莞证券研究所

(3) 我国养宠渗透率未来还有较大提升空间

与欧美成熟市场相比，我国养宠渗透率还有较大提升空间。近年来，我国养宠家庭越

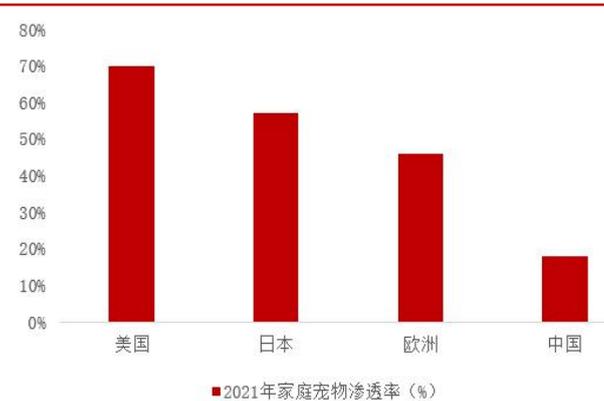
来越多，养宠家庭渗透率不断上升。根据京东《2023年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，2022年我国养宠家庭户数由2019年的5989万户增长至9800万户，CAGR达到17.8%；2023年有望突破1亿户，达到10565万户。2022年我国宠物家庭户数渗透率由2019年的13%提升至20%，2023年有望达到22%。与国际成熟市场相比，2021年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别达到70%、57%和46%，目前我国养宠渗透率还较低。未来随着养宠人数的增加，我国养宠渗透率还有较大提升空间。

图 24：中国宠物家庭户数渗透率（%）



数据来源：京东《2022-2023年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

图 25：我国养宠渗透率与欧美日相比（%）

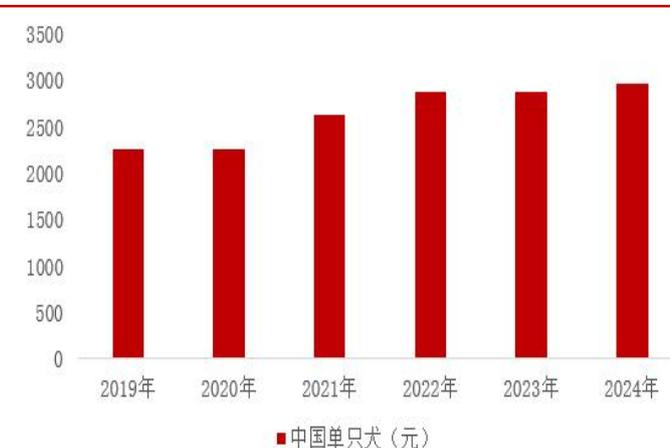


数据来源：京东《2022年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，东莞证券研究所

（4）我国单只宠物年均支出还较低

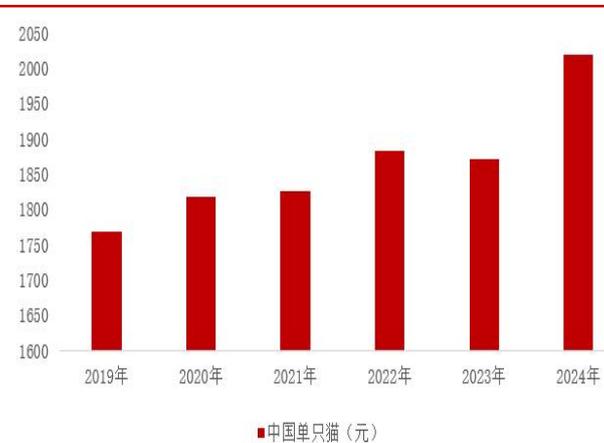
我国单只宠物年均支出与成熟市场相比还较低。根据历年中国宠物行业白皮书数据，2024年我国单只宠物犬年均支出2961元，单只宠物猫年均支出2020元。而日本2022年单只宠物犬年均支出34万日元（按目前汇率折算约合人民币1.6万元），单只宠物猫支出16万日元（按目前汇率折算约合人民币0.75万元）；2020年美国单只宠物犬年均支出约1381美元（按目前汇率折算约合人民币1万元），单只宠物猫年均支出908美元（按目前汇率折算约合人民币0.67万元）。未来随着我国经济发展、人均收入提升，单只宠物年均支出有望持续提高，有望带动我国宠物食品市场规模持续扩容。

图 26：中国单只宠物犬年均支出（元）



数据来源：《2022年-2025年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

图 27：中国单只宠物猫年均支出（元）

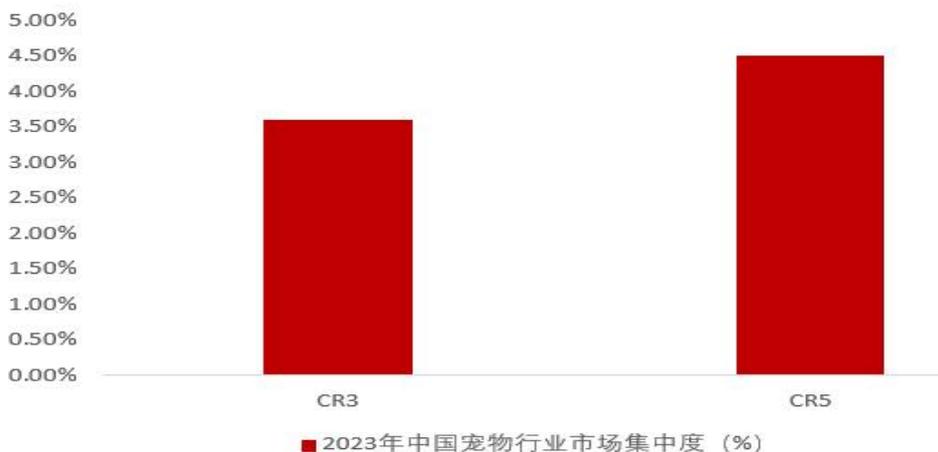


数据来源：《2022年-2025年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

2.4 我国宠物市场竞争格局较为分散

我国宠物行业集中度还较低。我国宠物行业竞争者较多。2023年，我国宠物行业CR3和CR5分别达到3.6%和4.5%，竞争格局较为分散，未来优质宠物龙头的集中度还有很大提升空间。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。我国宠物一次性卫生用品行业目前也正处于快速发展阶段，市场集中度较为分散，具有规模优势、生产品质优势以及生产成本优势的厂商较少。未来优质产商可以凭借其竞争优势提高其市场占有率。

图 28：2023 年我国宠物行业企业集中度（%）



数据来源：前瞻产业院《洞察 2024：中国宠物行业竞争格局及市场份额》，东莞证券研究所

3. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”评级。预计公司 2024-2025 年 EPS 分别为 1.07 元和 1.32 元，对应 PE 分别为 18 倍和 15 倍。国内外宠物市场仍有望保持较快增长，国内市场增速更快，国内优质企业有望受益。公司系我国宠物一次性卫生用品龙头，在境外市场已累积一定客户资源优势，未来将加大境内外市场开拓，且具备一定规模优势，未来发展可期。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 6：公司盈利预测简表（2025/1/15）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,337	1,778	2,201	2,631
营业总成本	1,195	1,523	1,886	2,255
营业成本	1,110	1,411	1,733	2,057
营业税金及附加	11	14	18	21
销售费用	27	32	44	58
管理费用	40	44	59	76
财务费用	-17	-2	-2	-3
研发费用	24	23	33	45
公允价值变动净收益	1	0	0	0
资产减值损失	-2	-2	-2	-3

营业利润	132	254	314	375
加：营业外收入	2	0	0	0
减：营业外支出	2	0	0	0
利润总额	132	254	314	375
减：所得税	29	56	69	82
净利润	103	198	245	292
减：少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	103	198	245	292
摊薄每股收益（元）	0.56	1.07	1.32	1.58
PE（倍）	35	18	15	12

数据来源：同花顺 iFind，东莞证券研究所

4. 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。如果上述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。

（2）劳动力成本上升风险。如果劳动力成本快速上升，可能会推动公司出口产品价格的提高，从而可能对公司产品在国际市场中的竞争力带来一定不利影响。

（3）汇率波动的风险。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影响。随着人民币国际化程度逐步提高，国内资本市场走向全面开放，预计未来依然存在汇率大幅波动对公司经营业绩产生影响的风险，可能会对公司经营业绩造成重大不利影响。

（4）国际形势变化风险。公司主要业务来自境外销售，如未来国际形势出现变化，不同国家的进出口政策出现变化，将可能对公司的进出口业务带来影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn