

2025 年 04 月 23 日

业绩表现靓丽，看好海内外宠物经济向上

依依股份(001206)

评级：	买入	股票代码：	001206
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	22.76/11.26
目标价格：		总市值(亿)	31.56
最新收盘价：	17.07	自由流通市值(亿)	18.15
		自由流通股数(百万)	106.32

事件概述

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年公司实现营收 17.98 亿元，同比增长 34.41%，归母净利润 2.15 亿元，同比增加 108.34%，扣非后归母净利 1.91 亿元，同比增长 75.09%，我们判断主要系报告期内存量客户及新增客户订单增加，出货量显著增加；单季度看，24Q4 公司实现营收 4.82 亿元，同比增长 37.16%，归母净利润 0.64 亿元，同比增长 304.22%，扣非后归母净利 0.56 亿元，同比增长 121.90%。25Q1 公司实现营收 4.85 亿元，同比增长 26.56%，归母净利润 0.54 亿元，同比增长 27.96%，扣非后归母净利 0.50 亿元，同比增长 40.97%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 2.23 亿元，同比增加 10.13%。

此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3.7 元（含税），2024 全年分红总额 1.60 亿元，股利支付率 74.44%。

分析判断：

► 公司客户资源体系稳固，海内外销售同步增长

分产品看，公司主要布局于宠物和个人护理产品，包括宠物垫、宠物尿裤、护理垫等，2024 年公司的主要业务宠物一次性卫生护理用品实现营收 16.90 亿元，同比增长 34.93%，贡献营收比达 94.02%，我们判断主要得益于海外客户去库存周期结束，公司在老客户订单稳定增长与新增客户持续发力的双重驱动下实现营收稳步提升。其中主要产品宠物垫实现营收 15.77 亿元，同比增长 35.72%，贡献营收比达 87.75%。分地区看，24 年公司境外营收增长 35.44%至 16.82 亿元，贡献营收比达 93.57%，公司的客户资源体系逐渐成熟，与欧美知名商超品牌达成长期合作，构建了稳定持久的客户源，前五大客户收入占比 53%，Costco 等新客户合作持续深入，海外销售有望逐步增长；境内营收增长 21.06%至 1.16 亿元，占比 6.43%，境内宠物经济需求同步旺盛。

中美关税博弈下出口企业面对较强不确定性，但我们认为宠物尿垫尿裤赛道全球产能集中于国内公司，即使在高关税下行业对中国厂商的依赖仍存，同时依依已提前布局柬埔寨产能，预计 4 月底投产，柬埔寨具备关税及成本优势，我们预计关税政策的变化对依依仍在可控范围内。

► 规模效应+汇兑变化带动盈利能力显著提升

盈利能力方面，2024 年公司毛利率 19.63%、同比增长 2.61pct，公司净利率 11.97%，同比增长 4.25pct；毛利率提升系公司主要产品宠物垫和境外市场毛利率提升，24Q4 毛利率 19.79%、同比增长 1.15pct，公司净利率 13.32%，同比增长 8.80pct；25Q1 毛利率 18.85%、同比增长 0.63pct，公司净利率 11.14%，同比增长 0.12pct。24 年宠物垫毛利率同比增长 2.95pct 至 18.74%。境外市场毛利率增长 4.69pct 至 20.79%。期间费用方面，2024 年公司期间费用率 4.62%，同比减少 0.89pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.76%/3.54%/5.75%/-9.29%，同比分别-0.27/-0.04/-4.58/+6.84pct。财务费用率提升则主要系美元兑人民币汇率平稳，对汇兑收益造成较去年同期较少影响。单季度来看，24Q4 公司期间费用率 2.76%，同比减少 5.89pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.19%/4.20%/4.14%/-27.17%，同比分别-0.30/+0.29/-5.16/-54.56pct；25Q1 公司期间费用率 4.54%，同比减少 0.36pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.92%/3.01%/5.00%/-6.93%，同比分别+0.11/-0.14/-2.18/+0.40pct。

投资建议：

公司作为国内卫生护理用品龙头，有望充分受益宠物经济红利，凭借自身渠道、客户、产品研发、规模化生产等方面的综合优势不断拓展新老客户，现有客户份额提升及新客户陆续放量，我们看好其未来成长。我们上调盈利预测，预计公司 25-27 年营业收入分别为 21.36/24.99/28.76 亿元（前值 20.47/23.56/-亿元），25-27 年 EPS 分别为 1.36/1.59/1.86 元（前值 1.14/1.32/-元），对应 2025 年 4 月 22 日收盘价 17.07 元/股，PE 分别为 13/11/9 倍，考虑到公司所处宠物用品行业快速发展及自身作为龙头有望充分受益，维持“买入”评级。

风险提示：

1) 原材料成本上涨风险，2) 汇率波动风险，3) 行业竞争加剧风险，4) 新客户开拓不及预期，海运费波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,337	1,798	2,136	2,499	2,876
YoY (%)	-11.8%	34.4%	18.8%	17.0%	15.1%
归母净利润(百万元)	103	215	252	295	343
YoY (%)	-31.4%	108.3%	17.2%	16.9%	16.4%
毛利率 (%)	17.0%	19.6%	20.1%	20.3%	20.3%
每股收益 (元)	0.56	1.18	1.36	1.59	1.86
ROE	5.8%	11.7%	12.1%	12.4%	12.6%
市盈率	30.48	14.47	12.51	10.70	9.20

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,798	2,136	2,499	2,876	净利润	215	252	295	343
YoY (%)	34.4%	18.8%	17.0%	15.1%	折旧和摊销	63	85	85	85
营业成本	1,445	1,707	1,991	2,292	营运资金变动	-36	-191	-98	39
营业税金及附加	16	12	15	17	经营活动现金流	223	136	258	440
销售费用	32	36	43	46	资本开支	-30	0	-1	-1
管理费用	51	53	62	69	投资	-35	0	0	0
财务费用	-20	-10	5	5	投资活动现金流	-50	11	24	28
研发费用	20	30	35	43	股权募资	10	-2	0	0
资产减值损失	-2	0	0	0	债务募资	0	0	0	0
投资收益	17	11	25	29	筹资活动现金流	-158	-2	0	0
营业利润	284	323	379	441	现金净流量	27	145	282	468
营业外收支	-1	-1	-2	-2	主要财务指标				
利润总额	283	322	377	439	成长能力				
所得税	68	70	82	96	营业收入增长率	34.4%	18.8%	17.0%	15.1%
净利润	215	252	295	343	净利润增长率	108.3%	17.2%	16.9%	16.4%
归属于母公司净利润	215	252	295	343	盈利能力				
YoY (%)	108.3%	17.2%	16.9%	16.4%	毛利率	19.6%	20.1%	20.3%	20.3%
每股收益	1.18	1.36	1.59	1.86	净利率	12.0%	11.8%	11.8%	11.9%
资产负债表（百万元）					总资产收益率 ROA	9.8%	10.4%	11.0%	11.1%
货币资金	329	474	756	1,223	净资产收益率 ROE	11.7%	12.1%	12.4%	12.6%
预付款项	30	36	42	48	偿债能力				
存货	188	281	260	275	流动比率	4.20	5.55	7.37	7.49
其他流动资产	902	966	1,048	1,048	速动比率	3.49	4.47	6.23	6.49
流动资产合计	1,450	1,756	2,105	2,594	现金比率	0.95	1.50	2.65	3.53
长期股权投资	45	45	45	45	资产负债率	16.5%	13.8%	11.3%	11.8%
固定资产	569	484	400	315	经营效率				
无形资产	47	47	47	47	总资产周转率	0.86	0.93	0.98	1.00
非流动资产合计	746	661	576	491	每股指标（元）				
资产合计	2,195	2,417	2,681	3,085	每股收益	1.18	1.36	1.59	1.86
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.91	11.27	12.86	14.72
应付账款及票据	285	250	209	259	每股经营现金流	1.21	0.73	1.40	2.38
其他流动负债	61	66	76	87	每股股利	0.87	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	345	316	285	346	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	14.47	12.51	10.70	9.20
其他长期负债	17	17	17	17	PB	1.67	1.51	1.33	1.16
非流动负债合计	17	17	17	17					
负债合计	362	333	302	363					
股本	185	185	185	185					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,833	2,084	2,379	2,722					
负债和股东权益合计	2,195	2,417	2,681	3,085					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。