

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

依依股份(001206)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

相关研究

依依股份: Q1 经营稳健, 关税短期扰动, 长期发展无虞

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

依依股份: 优质客户稳健增长, H2 改善可期

2025 年 08 月 24 日

事件: 公司发布 2025 半年报。25H1 公司实现收入 8.88 亿元 (+9.3%), 归母净利润 1.02 亿元 (+7.4%), 扣非归母净利润 0.90 亿元 (+9.1%); 单 Q2 实现收入 4.03 亿元 (-6.1%), 归母净利润 0.48 亿元 (-9.1%), 扣非归母净利润 0.40 亿元 (-15.2%)。

点评: Q2 受关税影响, 业绩短暂承压。伴随海外产能落地、美国关税&需求逐步明朗, 我们判断公司 Q3 出货有望边际改善。

客户结构优质, 产品多元发展。25H1 公司主营宠物垫收入为 7.64 亿元 (同比分别 +7.3%), 公司所属赛道偏刚需, 且下游客户供应商准入门槛较高, 甄选程序较为严苛, 与客户粘性较强。尽管 Q2 关税扰动, 我们判断公司美国业务 H1 仍实现平稳增长, 且与亚马逊、PetSmart、沃尔玛等合作保持稳定, 在 Costco&亚马逊等客户中拓张顺利。此外, 公司凭借现有渠道优势, 助力宠物尿垫份额增长, 25H1 实现收入 0.66 亿元, 同比增长 40.6%。

产能加速出海, 订单有望边际改善。公司国内宠物垫产能已达 46 亿片, 宠物尿裤产能为 2 亿片; 柬埔寨海外产能 25 年 4 月底正式投产, 宠物垫产能近 3 亿片, 考虑美国本土规模化产能少、供应成本高昂, 伴随关税政策明朗, 公司与客户商谈措施逐步落地, 柬埔寨产能逐步爬坡, 我们预计 25H2 对美出口业务有望逐步改善。

盈利能力稳定, 现金流良好。25Q2 公司毛利率/归母净利率 19.1%/11.9% (同比 -0.4/-0.4pct), 我们预计公司考虑关税小幅让利客户, 但同时凭借自身规模优势亦将压力成功传导至上游, 盈利能力保持稳定。费用方面, 销售/研发/管理/财务费用率分别为 1.8%/1.2%/3.2%/-0.8% (同比 +0.01/-0.33/+0.38/+0.38pct)。截至 25Q2 末存货/应收/应付账款周转天数分别为 45.5/68.9/35.0 天 (同比 +1.8/+1.8/-3.9 天), 营运能力稳健。经营性现金流净额为 1.18 亿元 (同比 +1.45 亿元), 现金流表现优异。

盈利预测: 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 2.4、2.9、3.5 亿元, 对应 PE 分别为 20.2X、16.3X、13.4X。

风险提示: 全球贸易摩擦加剧, 产能投放不及预期, 未来关税变动风险

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,337	1,798	2,009	2,415	2,828
增长率 YoY %	-11.8%	34.4%	11.8%	20.2%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	103	215	235	290	354
增长率 YoY%	-31.4%	108.3%	9.2%	23.4%	22.2%
毛利率%	17.0%	19.6%	19.7%	20.6%	20.9%
净资产收益率ROE%	5.8%	11.7%	12.4%	14.8%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.16	1.27	1.57	1.92
市盈率 P/E(倍)	45.89	22.03	20.17	16.34	13.37
市净率 P/B(倍)	2.68	2.59	2.51	2.41	2.30

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 8 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,197	1,450	1,443	1,587	1,759	
货币资金	270	329	247	230	276	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	264	360	379	472	551	
预付账款	23	30	26	37	42	
存货	149	188	223	257	300	
其他	492	542	568	592	590	
非流动资产	784	746	766	777	779	
长期股权投资	46	45	45	45	45	
固定资产(含)	596	569	592	605	609	
无形资产	48	47	46	44	43	
其他	94	84	84	83	82	
资产总计	1,981	2,195	2,209	2,364	2,538	
流动负债	191	345	301	381	464	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	0	132	49	78	121	
应付账款	143	152	185	223	250	
其他	48	61	67	80	92	
非流动负债	19	17	16	17	17	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	19	17	16	17	17	
负债合计	210	362	317	398	481	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,771	1,833	1,892	1,966	2,057	
负债和股东权益	1,981	2,195	2,209	2,364	2,538	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,337	1,798	2,009	2,415	2,828	
同比(%)	-11.8%	34.4%	11.8%	20.2%	17.1%	
归属母公司净利润	103	215	235	290	354	
同比(%)	-31.4%	108.3%	9.2%	23.4%	22.2%	
毛利率(%)	17.0%	19.6%	19.7%	20.6%	20.9%	
ROE%	5.8%	11.7%	12.4%	14.8%	17.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.16	1.27	1.57	1.92	
P/E	45.89	22.03	20.17	16.34	13.37	
P/B	2.68	2.59	2.51	2.41	2.30	
EV/EBITDA	14.27	9.18	12.33	10.14	8.42	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	1,337	1,798	2,009	2,415	2,828	
营业成本	1,110	1,445	1,614	1,918	2,236	
营业税金及附加	11	16	16	19	23	
销售费用	27	32	34	39	40	
管理费用	40	51	54	60	65	
研发费用	24	20	24	28	31	
财务费用	-17	-20	-22	-20	-5	
减值损失(含)	-2	-2	-1	-1	0	
投资净收益	-14	17	10	0	0	
其他	5	16	5	6	0	
营业利润	132	284	304	376	438	
营业外收支	1	-1	0	0	0	
利润总额	132	283	304	376	438	
所得税	29	68	69	86	83	
净利润	103	215	235	290	354	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司	103	215	235	290	354	
EBITDA	186	297	365	445	531	
EPS(当	0.56	1.18	1.27	1.57	1.92	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	202	223	206	317	410	
净利润	103	215	235	290	354	
折旧摊销	58	63	82	89	98	
财务费用	0	0	0	0	0	
投资损失	14	-17	-10	0	0	
营运资金变	33	-36	-100	-62	-43	
其它	-6	-2	-1	0	0	
投资活动现金流	-138	-50	-113	-120	-100	
资本支出	-49	-30	-100	-100	-100	
长期投资	-100	-35	-20	-20	0	
其他	12	16	7	0	0	
筹资活动现金流	-145	-158	-178	-215	-264	
吸收投资	0	10	2	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或	-112	-165	-175	-216	-264	
现金流净增加额	-76	27	-82	-18	46	

研究团队简介

姜文锬，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆崢，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年左右消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

陆亚宁，美国伊利诺伊大学香槟分校经济学硕士，曾就职于浙商证券、西部证券，具备 3 年以上新消费行业研究经验。2025 年加入信达证券研究所，主要覆盖 IP 零售、母婴、电商、美护等赛道。

龚轶之，CFA，毕业于伦敦政治经济学院。曾就职于国金证券研究所，4 年消费行业研究经验，跟随团队在水晶球、金麒麟、Wind 金牌分析师等评选中获得佳绩。主要覆盖民用电工、文具、电动工具、照明、智能家居赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。