

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 无评级

上次评级

姜文强 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: 优质客户稳健增长, H2 改善可期

依依股份: Q1 经营稳健, 关税短期扰动, 长期发展无虞

依依股份: 业绩增长靓丽, 在手订单饱满, 25 年预期乐观

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: 增发收购品牌, 搭建第二成长曲线

2025 年 10 月 15 日

事件: 公司发布公告, 拟筹划发行股份&支付现金购买资产并募集配套资金, 公司预计 10 个交易日内披露交易方案 (10 月 28 日)。根据公司公告, 此次交易标的为“杭州高爷家有好多猫宠物食品有限责任公司”, 具体细节尚未最终确定。

优质国产宠物品牌, 食品/用品双轮成长。高爷家成立于 2018 年, 旗下拥有 1) 宠物食品品牌高爷家、2) 宠物用品品牌许翠花, 以及 3) 功能性宠物食品品牌 GLAB。公司凭借优异产品力以及性价比, 已成为国内宠物食品/用品头部品牌 (25H1 高爷家为国产猫粮品类第一梯队、许翠花为天猫猫砂品类销量第一), 根据杭州市创业投资协会, 公司 24 年 GMV 超 6 亿元, 其中猫砂品牌许翠花为 2.6 亿, 同比+247% (根据界面新闻)。截止 25 年 6 月, 根据浪潮新消费, 许翠花 GMV 已达 2-3 亿元 (产能可支撑 9 亿), 我们预计 25 年公司整体收入有望维持高增。

深化外延扩张, 强化品牌布局。2021 年 8 月, 依依与北京方圆金鼎签订协议, 计划通过参与成立宿迁拓博, 完善在宠物行业的投资布局。目前宿迁拓博已成为高爷家第四大股东, 依依间接持股 2.4%。根据我们判断, 此次公司筹资增持高爷家后, 仍以原团队管理为主, 有望对公司 26 年贡献重要利润增量。

盈利预测: 公司海外客户结构优质, 柬埔寨产能加速爬坡。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润有望实现 2.4、2.9、3.6 亿元 (未考虑新增品牌贡献), 对应 PE 估值分别为 27.4X、22.1X、18.2X。

风险提示: 贸易摩擦加剧, 原材料&汇率波动加剧, 新品牌增速不及预期

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	291	355
增长率 YoY%	-31.4%	108.3%	9.2%	24.0%	21.8%
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%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.16	1.27	1.58	1.92
市盈率 P/E(倍)	62.40	29.95	27.42	22.11	18.15
市净率 P/B(倍)	3.64	3.51	3.41	3.28	3.13

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 13 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	1,528	1,621	1,812
货币资金	270	329	332	264	329
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(合	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	2,294	2,398	2,591
流动负债	191	345	386	415	517
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	132	134	112	174
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	403	432	533
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	2,294	2,398	2,591

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	291	355
同比(%)	-31.4%	108.3%	9.2%	24.0%	21.8%
毛利率(%)	17.0%	19.6%	19.7%	20.6%	20.9%
ROE%	5.8%	11.7%	12.4%	14.8%	17.3%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.16	1.27	1.58	1.92
P/E	62.40	29.95	27.42	22.11	18.15
P/B	3.64	3.51	3.41	3.28	3.13
EV/EBITDA	14.27	9.18	16.77	13.89	11.53

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	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	-22	-5
减值损失合	-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	378	438
营业外收支	1	-1	0	0	0
利润总额	132	283	304	378	438
所得税	29	68	69	87	83
净利润	103	215	235	291	355
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	103	215	235	291	355
EBITDA	186	297	365	445	531
EPS(当	0.56	1.18	1.27	1.58	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	291	267	429
净利润	103	215	235	291	355
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	-15	-113	-24
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	-216	-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	-217	-264
现金流净增加额	-76	27	3	-69	65

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。

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。