

美容护理

2025 年 10 月 15 日

依依股份 (001206)

——宠物尿垫主业稳健发展，海外基地加速建设，拟并购高爷家协同效应有望释放

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 10 月 14 日

收盘价 (元)	34.85
一年内最高/最低 (元)	36.04/13.73
市净率	3.5
股息率% (分红/股价)	2.41
流通 A 股市值 (百万元)	3,705
上证指数/深证成指	3,865.23/12,895.11

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	10.08
资产负债率%	15.67
总股本/流通 A 股 (百万)	185/106
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《依依股份 (001206) 点评：2025 年中报点评：关税影响有限，利润率逆势改善，中报分红回报股东！》2025/08/25

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com

联系人

张海涛
(8621)23297818x
zhanght@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司公告，筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，交易标的为杭州高爷家好多猫宠物食品有限责任公司，公司将于 10 月 14 日起停牌。
- 公司深耕宠物尿垫行业，赛道具备高成长性，海外基地持续扩产。公司客户包括 PetSmart、亚马逊、沃尔玛、韩国 Coupang、Target、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO 等行业优质企业，形成深度绑定，公司宠物卫生护理用品出口额占国内海关同类产品出口额的比例持续保持在 30% 以上，市场地位稳固。2025Q2 受关税影响较为明显，部分客户出现下滑；目前订单逐渐恢复，此外国内产能具备不可替代性，关税主要由客户承担，后续随行业备货旺季到来，收入有望进一步提速。目前公司柬埔寨产能接近 3 亿片，大客户对柬埔寨产能的验厂已经结束，后续逐渐开始供应；后续产能进一步扩建，逐渐覆盖对美敞口，海外产能具备稀缺性，Costco、沃尔玛等客户有望受益海外基地的份额提升。
- 高爷家许翠花：宠物主粮+猫砂双轮驱动，强品牌运营+产品研发能力+ROI 控制。1) 许翠花为高爷家旗下猫砂品牌，也是木薯猫砂引领者，自建猫砂工厂，具备配方工艺+品牌心智+成本多重壁垒；根据久谦数据，24 年、25Q1-3 许翠花天猫、京东及抖音销售额分别同比+283%、+134%，市占率快速提升。2) 高爷家品牌主打宠物主粮（猫粮为主），益生菌猫粮突破市场，烘焙粮、鲜蒸粮持续迭代，产品研发+营销能力突出，且与猫砂客群具备协同。
- 强强联合，多品类协同效应释放。1) 协同一：多品类发力自主品牌，生产制造+营销一体化。依依制造能力突出，资金实力雄厚，助力高爷家完善生产制造和品牌营销能力。宠物犬老龄化+年轻养宠人群占比提升，推动国内宠物尿垫发展，高爷家品牌运营能力突出，结合依依制造能力积淀，有望收获尿垫渗透率提升红利。2) 协同二：外销新品类导入的潜在可能。依依海外渠道优势领先，猫砂和尿垫均为宠物清洁用品，具备渠道复用性，后续有望在原有渠道导入猫砂新品类，提供一站式清洁用品解决方案。
- 资产结构健康，高股息提供估值安全垫。公司账面现金充裕，截至 25H1 仍有 9 亿净现金（现金及等价物-长债），资产负债率仅 15.7%，公司上市以来持续保持高分红，23 年、24 年分红率达到 115%、74%，高股息提供估值安全垫。
- 尿垫、猫砂均为用品中高复购强粘性赛道，和主粮类似，成长性强，外延高爷家多重协同效应释放。主业尿垫代工兼具赛道成长性 Beta 和优质客户绑定+新开拓的 Alpha，海外基地具备稀缺性！维持主业 2025-27 年公司归母净利润预测分别为 2.38/2.80/3.26 亿元，分别同比+10.6%/+17.6%/+16.3%，对应 PE 分别为 27/23/20X，估值具备性价比，维持买入评级！
- 风险提示：并购落地的不确定性，海外需求增速放缓，国际贸易摩擦加剧。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	1,798	888	1,980	2,313	2,681
同比增长率 (%)	34.4	9.3	10.2	16.8	15.9
归母净利润 (百万元)	215	102	238	280	326
同比增长率 (%)	108.3	7.4	10.6	17.6	16.3
每股收益 (元/股)	1.18	0.55	1.29	1.51	1.76
毛利率 (%)	19.6	19.0	19.7	20.0	20.5
ROE (%)	11.7	5.5	12.4	13.7	14.9
市盈率	30		27	23	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,337	1,798	1,980	2,313	2,681
其中：营业收入	1,337	1,798	1,980	2,313	2,681
减：营业成本	1,110	1,445	1,590	1,851	2,132
减：税金及附加	11	16	17	19	21
主营业务利润	216	337	373	443	528
减：销售费用	27	32	36	39	46
减：管理费用	40	51	54	62	72
减：研发费用	24	20	22	26	30
减：财务费用	-17	-20	-15	-12	-6
经营性利润	142	254	276	328	386
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	0	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-2	-2	0	0	0
加：投资收益及其他	-11	20	18	18	18
营业利润	132	284	294	346	403
加：营业外净收入	1	-1	0	0	0
利润总额	132	283	294	346	403
减：所得税	29	68	56	66	78
净利润	103	215	238	280	326
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	103	215	238	280	326

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。