

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

姜文铨 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

李晨 新消费行业分析师

执业编号: S1500525060001

邮箱: lichen@cindasc.com

相关研究

依依股份: 增发收购品牌, 搭建第二成长曲线

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

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: 经营拐点显现, 外延深化品牌布局

2025 年 10 月 27 日

事件: 公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3 公司实现收入 13.06 亿元 (同比-0.7%), 归母净利润 1.57 亿元 (同比+3.8%), 扣非归母净利润 1.37 亿元 (同比+0.8%); 单 Q3 收入 4.18 亿元 (同比-16.98%), 归母净利润 0.55 亿元 (同比-2.2%), 扣非归母净利润 0.47 亿元 (同比-12.1%)。

订单拐点显现, 海外产能有望持续贡献增量。面临全球贸易摩擦加剧, 我们预计部分客户加速供应链迁移导致 Q3 订单较弱, 但公司品类偏刚需, 亚马逊等核心客户订单仍有望表现坚挺。展望未来, 公司作为行业龙头 (出口金额占海关统计国内同类出口产品总金额比例接近 40%)、客户粘性深厚, 且前瞻性布局柬埔寨产能 (5 月已顺利投产尿垫 3 亿片, 并明确表示后续结合市场情况推进布局), 我们预计伴随海外产能持续爬坡, Q4 收入增长有望提速, 且未来供应份额提升逻辑顺畅, 有望维系稳健增长。

外延深化品牌布局。公司拟通过发行股份及支付现金收购高爷家 100% 股权。高爷家核心双品牌为许翠花 (猫砂) + 高爷家 (猫粮), 25 年 618 期间许翠花品牌为天猫猫砂品牌第一, 高爷家品牌为天猫 TOP20 店铺, 天猫 618 旗下爆款跻身 TOP5。24 年高爷家实现收入 4.60 亿元、净利润 0.18 亿元, 我们预计 25 年收入保持高增、且利润增速更高 (其中许翠花贡献主要增量)。

盈利能力提升, 营运效率稳定。2025Q3 公司毛利率为 22.6% (同比+1.9pct), 归母净利率为 13.1% (同比+2.0pct)。期间费用率为 6.9% (同比+0.9pct), 其中销售/研发/管理/财务费用率分别为 2.4%/1.2%/3.2%/-0.1% (同比分别+1.1pct/+0.3pct/+0.6pct/-1.1pct)。存货/应收账款/应付账款周转天数分别为 43.65 天/69.98 天/35.34 天 (同比分别+5.63 天/+2.03 天/-0.65 天); 经营性现金流净额为 0.74 亿元 (同比+0.02 亿元)。

盈利预测: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 2.3、2.8、3.4 亿元 (未考虑并购影响), 对应 PE 估值分别为 27.5X、22.8X、19.3X。

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	1,892	2,273	2,662
增长率 YoY %	-11.8%	34.4%	5.2%	20.1%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	103	215	234	283	335
增长率 YoY%	-31.4%	108.3%	8.9%	20.9%	18.2%
毛利率%	17.0%	19.6%	20.3%	20.2%	21.1%
净资产收益率 ROE%	5.8%	11.7%	11.6%	12.6%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.16	1.27	1.53	1.81
市盈率 P/E(倍)	62.40	29.95	27.51	22.76	19.26
市净率 P/B(倍)	3.64	3.51	3.19	2.87	2.56

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2025 年 10 月 24 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	1,635	1,885	2,248
货币资金	270	329	478	572	818
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	264	360	357	444	518
预付账款	23	30	25	35	40
存货	149	188	208	243	282
其他	492	542	567	591	590
非流动资产	784	746	760	771	773
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	78	77	76
资产总计	1,981	2,195	2,395	2,656	3,021
流动负债	191	345	361	392	485
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	0	132	126	106	163
应付账款	143	152	173	211	235
其他	48	61	63	75	86
非流动负债	19	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	19	17	17	17	17
负债合计	210	362	378	409	503
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	1,771	1,833	2,017	2,247	2,518
负债和股东权益	1,981	2,195	2,395	2,656	3,021

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	1,892	2,273	2,662
同比(%)	-11.8%	34.4%	5.2%	20.1%	17.1%
归属母公司净利润	103	215	234	283	335
同比(%)	-31.4%	108.3%	8.9%	20.9%	18.2%
毛利率(%)	17.0%	19.6%	20.3%	20.2%	21.1%
ROE%	5.8%	11.7%	11.6%	12.6%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	0.56	1.16	1.27	1.53	1.81
P/E	62.40	29.95	27.51	22.76	19.26
P/B	3.64	3.51	3.19	2.87	2.56
EV/EBITDA	14.27	9.18	16.42	13.61	10.92

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	1,892	2,273	2,662
营业成本	1,110	1,445	1,508	1,813	2,101
营业税金及	11	16	15	18	22
销售费用	27	32	34	39	45
管理费用	40	51	51	59	69
研发费用	24	20	23	26	31
财务费用	-17	-20	-22	-25	-11
减值损失合	-2	-2	-1	-1	0
投资净收益	-14	17	19	23	21
其他	5	16	2	3	3
营业利润	132	284	303	367	429
营业外收支	1	-1	0	0	0
利润总额	132	283	303	367	429
所得税	29	68	69	84	94
净利润	103	215	234	283	335
少数股东损	0	0	0	0	0
归属母公司	103	215	234	283	335
EBITDA	186	297	364	432	516
EPS(当	0.56	1.18	1.27	1.53	1.81

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	298	244	388
净利润	103	215	234	283	335
折旧摊销	58	63	82	89	98
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	14	-17	-19	-23	-21
营运资金变	33	-36	-1	-106	-23
其它	-6	-2	1	0	0
投资活动现金流	-138	-50	-99	-97	-78
资本支出	-49	-30	-100	-100	-100
长期投资	-100	-35	-20	-20	0
其他	12	16	21	23	21
筹资活动现金流	-145	-158	-52	-53	-63
吸收投资	0	10	2	0	0
借款	0	0	0	0	0
支付利息或	-112	-165	-44	-53	-63
现金流净增加额	-76	27	149	94	247

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。