

依依股份（001206）

证券研究报告

2025 年 11 月 04 日

拟收购高爷家，强化国内品牌及品类布局

公司发布三季报

公司 25Q3 营收 4 亿同减 17%，归母净利 0.5 亿同减 2%，扣非后归母净利 0.5 亿同减 12%。

公司 25Q1-3 营收 13 亿同减 0.7%，归母净利 1.6 亿同增 4%，扣非后归母净利 1.4 亿同增 0.8%。

公司拟收购高爷家 100%股权，本次交易由发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金两部分组成。

其中，公司拟通过发行股份及支付现金方式向彭瀚、瀚川生物、等 19 名交易对方购买高爷家 100%股权。

本次交易标的公司的交易价格尚未确定。本次交易涉及标的资产的审计、评估工作尚未完成，本次交易的具体金额将在重组报告中予以披露。

公司拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者，以询价的方式向特定对象发行股份募集配套资金。

本次配套资金可用于支付本次交易的现金对价、中介机构费用以及相关税费等，募集资金具体用途及金额将在重组报告中予以披露。

本次交易完成后，公司在国内宠物消费市场的布局节奏将得到加速。

公司将实现犬、猫两大宠物用户群体的市场覆盖，进一步巩固在宠物卫生领域的龙头地位，并将首次进入宠物食品市场。借助标的公司在线上电商运营方面的成熟经验与资源，公司的线上运营能力将得到有效提升，同时通过引进专业人才，团队结构将进一步完善。

本次交易将有助于公司强化既有主业，拓展业务边界，扩大客户群体覆盖范围，从而在盈利能力、可持续经营能力以及抗风险与周期波动等多个维度实现全面提升。

高爷家主要产品包括“许翠花”宠物卫生用品和“高爷家”宠物食品。

“许翠花”宠物卫生用品主要包括植物猫砂和混合猫砂；“高爷家”宠物食品主要包括膨化猫粮、烘焙猫粮、鲜蒸猫粮和宠物零食等。

标的公司核心经营团队长期从事宠物猫相关领域产业，对市场拥有极强的敏感性和创新力。在猫砂领域，标的公司率先在国内自建“木薯类”猫砂工厂，填补国内高端植物猫砂的空白，打造高质量产品，实现猫砂品类的爆款销售，2025 年 618 期间“许翠花”跃居成为天猫猫砂第一销量品牌。

在猫粮领域，高爷家推出“透明化猫粮”理念，率先在行业内公开原料配方、每吨实际投料量及原材料供应商等信息，并坚持所有批次产品均送检第三方权威机构，检测报告实时公开，成为国产宠粮“安全、健康、透明”的代表性品牌；2025 年 8 月，标的公司采用创新的“鲜蒸”设计工艺并推出全新系列产品，带动国产宠物主粮往“鲜食”方向发展。

高爷家 2024 年营收 4.6 亿净利 0.18 亿，2023 年营收 3.1 亿净利 308 万。

深化国内市场布局，发展自有品牌，把握宠物经济快速增长机遇

公司借助标的公司在国内宠物卫生用品、宠物食品领域的品牌优势和产品力，快速补齐自身在国内市场的短板，把握国内宠物市场由情感消费驱动的高增长红利，参与到我国宠物产业由高速增长向高质量发展转型的进程中。

完善业务结构，实现优势互补，提升公司核心竞争力

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	28.82 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	184.89
流通 A 股股本(百万股)	106.32
A 股总市值(百万元)	5,328.64
流通 A 股市值(百万元)	3,064.01
每股净资产(元)	10.12
资产负债率(%)	14.97
一年内最高/最低(元)	36.04/13.78

作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	
张彤	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525100002	
zhangtong@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《依依股份-半年报点评:全球供应优势逐步显现》 2025-08-24
- 2 《依依股份-公司点评:关税影响渐弱,产业地位优势显著》 2025-07-27
- 3 《依依股份-年报点评报告:成长靓丽,积极推进海外产能布局》 2025-04-23

加速公司宠物卫生护理用品在国内市场的布局节奏，进一步巩固在宠物卫生领域的龙头地位，同步实现犬、猫两大宠物用户群体的市场覆盖。同时，标的公司成熟的国内电商运营经验、专业人才团队及用户基础，也将为公司旗下宠物卫生品牌的国内市场的推广提供重要支持，增强品牌竞争力和市场份额。

与此同时，公司将依托自身境外渠道及优质客户资源，推动对标的公司产品走向国际市场，拓展海外业务增量，为公司整体业绩发展注入新动力。

维持盈利预测，维持“买入”评级

基于 25Q1-3 财务表现，考虑公司积极推进海外生产基地布局，我们暂不考虑本次收购，维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 2.3/2.7/3.2 亿元，对应 PE 分别为 23X/20X/17X。

风险提示：原材料价格波动风险、劳动力成本上升的风险、出口退税政策变化的风险等

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,337.36	1,797.59	1,986.96	2,288.20	2,701.18
增长率(%)	(11.80)	34.41	10.53	15.16	18.05
EBITDA(百万元)	190.94	345.49	369.20	423.15	490.52
归属母公司净利润(百万元)	103.26	215.12	230.12	271.50	321.62
增长率(%)	(31.41)	108.34	6.98	17.98	18.46
EPS(元/股)	0.56	1.16	1.24	1.47	1.74
市盈率(P/E)	51.61	24.77	23.16	19.63	16.57
市净率(P/B)	3.01	2.91	2.84	2.77	2.67
市销率(P/S)	3.98	2.96	2.68	2.33	1.97
EV/EBITDA	10.97	6.22	12.37	10.17	9.34

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	269.60	328.87	397.39	572.05	675.30
应收票据及应收账款	263.67	360.07	335.36	364.97	461.76
预付账款	23.44	30.31	16.67	41.81	28.96
存货	148.78	188.34	248.28	249.66	340.25
其他	491.80	542.12	565.82	577.23	597.76
流动资产合计	1,197.27	1,449.71	1,563.53	1,805.72	2,104.04
长期股权投资	45.69	44.74	44.74	44.74	44.74
固定资产	596.11	569.41	543.83	517.41	485.10
在建工程	5.53	13.13	10.50	8.40	6.72
无形资产	48.44	47.18	45.93	44.69	43.44
其他	88.14	71.19	79.93	79.70	76.94
非流动资产合计	783.91	745.64	724.93	694.94	656.94
资产总计	1,981.19	2,195.36	2,288.46	2,500.66	2,760.98
短期借款	0.00	0.00	234.27	170.54	535.60
应付票据及应付账款	143.18	284.55	94.55	331.13	122.24
其他	48.26	60.59	55.27	55.12	62.89
流动负债合计	191.43	345.15	384.09	556.79	720.73
长期借款	0.00	0.00	10.27	0.00	27.52
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.57	17.01	18.64	18.07	17.91
非流动负债合计	18.57	17.01	28.91	18.07	45.42
负债合计	210.01	362.16	412.99	574.87	766.15
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	184.89	184.89	184.89	184.89	184.89
资本公积	1,128.66	1,116.32	1,118.74	1,118.74	1,118.74
留存收益	487.64	537.72	583.75	638.05	702.37
其他	(30.02)	(5.73)	(11.92)	(15.89)	(11.18)
股东权益合计	1,771.18	1,833.20	1,875.46	1,925.79	1,994.82
负债和股东权益总计	1,981.19	2,195.36	2,288.46	2,500.66	2,760.98

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	103.26	215.12	230.12	271.50	321.62
折旧摊销	54.61	59.92	60.05	61.76	63.24
财务费用	0.19	0.14	4.60	3.12	2.28
投资损失	14.38	(16.85)	(15.00)	(17.00)	(19.00)
营运资金变动	44.15	(25.14)	(227.60)	186.01	(381.48)
其它	(14.14)	(10.24)	19.39	18.00	12.00
经营活动现金流	202.44	222.94	71.57	523.38	(1.33)
资本支出	34.49	39.99	28.97	32.57	28.17
长期投资	9.22	(0.95)	0.00	0.00	0.00
其他	(181.43)	(89.08)	(83.35)	(83.57)	(61.17)
投资活动现金流	(137.72)	(50.04)	(54.38)	(51.00)	(33.00)
债权融资	19.28	19.79	239.20	(76.55)	390.16
股权融资	(148.96)	(148.09)	(187.86)	(221.17)	(252.58)
其他	(15.53)	(29.99)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(145.20)	(158.29)	51.34	(297.72)	137.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(80.48)	14.61	68.52	174.66	103.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,337.36	1,797.59	1,986.96	2,288.20	2,701.18
营业成本	1,109.77	1,444.79	1,586.94	1,824.33	2,147.54
营业税金及附加	11.34	15.66	16.89	18.31	21.07
销售费用	27.08	31.60	33.78	36.61	41.87
管理费用	39.76	51.12	54.64	61.78	72.39
研发费用	23.52	20.29	22.25	22.88	24.31
财务费用	(16.66)	(19.99)	4.60	3.12	2.28
资产/信用减值损失	(1.23)	(2.25)	(2.12)	(1.86)	(2.08)
公允价值变动收益	1.27	12.07	19.39	18.00	12.00
投资净收益	(14.38)	16.85	15.00	17.00	19.00
其他	3.51	3.40	3.51	3.47	3.46
营业利润	131.74	284.18	303.64	357.77	424.10
营业外收入	2.41	0.00	1.48	1.30	0.93
营业外支出	1.70	0.92	2.10	1.57	1.53
利润总额	132.46	283.26	303.02	357.50	423.49
所得税	29.20	68.14	72.89	86.00	101.87
净利润	103.26	215.12	230.12	271.50	321.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	103.26	215.12	230.12	271.50	321.62
每股收益（元）	0.56	1.16	1.24	1.47	1.74

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-11.80%	34.41%	10.53%	15.16%	18.05%
营业利润	-32.15%	115.71%	6.85%	17.83%	18.54%
归属于母公司净利润	-31.41%	108.34%	6.98%	17.98%	18.46%
获利能力					
毛利率	17.02%	19.63%	20.13%	20.27%	20.50%
净利率	7.72%	11.97%	11.58%	11.87%	11.91%
ROE	5.83%	11.73%	12.27%	14.10%	16.12%
ROIC	8.94%	21.16%	25.29%	24.58%	36.00%
偿债能力					
资产负债率	10.60%	16.50%	18.05%	22.99%	27.75%
净负债率	-15.04%	-17.77%	-8.03%	-20.70%	-5.49%
流动比率	6.25	4.20	4.07	3.24	2.92
速动比率	5.48	3.65	3.42	2.79	2.45
营运能力					
应收账款周转率	5.16	5.76	5.71	6.53	6.53
存货周转率	7.77	10.66	9.10	9.19	9.16
总资产周转率	0.67	0.86	0.89	0.96	1.03
每股指标（元）					
每股收益	0.56	1.16	1.24	1.47	1.74
每股经营现金流	1.09	1.21	0.39	2.83	-0.01
每股净资产	9.58	9.91	10.14	10.42	10.79
估值比率					
市盈率	51.61	24.77	23.16	19.63	16.57
市净率	3.01	2.91	2.84	2.77	2.67
EV/EBITDA	10.97	6.22	12.37	10.17	9.34
EV/EBIT	15.19	7.52	14.78	11.90	10.72

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com