

依依股份 (001206.SZ)

宠物卫生护理龙头稳健增长，加速推进产业链整合

公司深耕宠物一次性卫生护理用品行业，稳步成长为细分领域龙头。公司深耕行业二十余年，核心产品包括宠物垫、宠物尿裤等，采用“出口代工+自主品牌”双轮驱动模式，产品远销近40个国家和地区，海关同类产品出口占比连续多年保持第一。公司股权结构集中且兼顾核心人员激励，管理层产业经验丰富。2015-2022年间营收从5.9亿元增至15.2亿元，CAGR为14.4%，2025年Q1-3实现营收13.06亿元，同比下降0.72%，实现归母净利润1.6亿元，同比增长3.8%，毛利率/归母净利率稳步回升至20.1%/12.0%。

宠物行业成长空间广阔，卫生护理用品细分赛道渗透率有望逐步提升。行业层面，全球宠物市场规模持续扩大，美国作为最大市场2024年消费额达1519亿美元，日本市场注重品质消费，中国市场则受益于养宠渗透率提升和消费升级，2024年城镇宠物（犬猫）消费市场规模达3002亿元。宠物卫生护理用品作为养宠刚需，在欧美日市场需求稳定，国内市场伴随年轻化宠主科学养宠理念普及，细分品类渗透率不断提升，叠加全球产能集中于中国的供给优势，行业成长空间广阔。

外销基本盘稳增+内销自有品牌加速发力，产业链整合助力长期增长。公司成长逻辑清晰，一方面巩固规模化生产优势，率先打造覆盖全生产环节、全应用场景、全产品体系的规模化宠物卫生护理用品生产基地，截至2025H1，国内核心产品宠物垫产品最新产能达46亿片，宠物尿裤年产达2亿片；先发布局海外产能，柬埔寨海外产能在4月底投产，宠物垫产品年产能近3亿片，5月份正式出货。公司搭建的全球销售渠道覆盖亚马逊、沃尔玛等优质客户，2024年前五大客户销售额占比约53%，并持续加大对非美地区新客户的拓展；另一方面强化研发创新，深入洞察市场前沿消费趋势及用户反馈，推出环保、除臭等功能性产品，同时加强发力国内自有品牌“乐事宠”“一坪花房”，并通过产业链整合拓展宠物医药疫苗、猫砂、食品、智能用品等其余细分领域，有望为公司持续贡献新增长点。

盈利预测与投资建议。公司为宠物护垫细分赛道龙头，具备多维优势，如客户资源、渠道运营及生产规模优势等，同时先发布局海外产能并加速进行产业整合。我们预计2025-2027年公司营收分别为19.63/23.30/27.10亿元，同比增加9.2%/18.7%/16.3%，归母净利润分别为2.35/2.73/3.32亿元，同比增加9.2%/16.3%/21.5%，公司当前对应2026年估值为17倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；国际贸易形式变化风险；产能爬坡不及预期的风险；收购项目未能如期落地的风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,337	1,798	1,963	2,330	2,710
增长率 yoy (%)	-11.8	34.4	9.2	18.7	16.3
归母净利润（百万元）	103	215	235	273	332
增长率 yoy (%)	-31.4	108.3	9.2	16.3	21.5
EPS 最新摊薄（元/股）	0.56	1.16	1.27	1.48	1.79
净资产收益率 (%)	5.8	11.7	11.9	12.7	14.1
P/E (倍)	45.1	21.7	19.8	17.0	14.0
P/B (倍)	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2026年01月29日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	个护用品
01月29日收盘价（元）	25.19
总市值（百万元）	4,657.48
总股本（百万股）	184.89
其中自由流通股（%）	57.50
30日日均成交量（百万股）	3.58

股价走势



作者

分析师	王长龙
执业证书编号	S0680525070006
邮箱	wangchanglong@gszq.com
分析师	萧灵
执业证书编号	S0680523060002
邮箱	xiaoling@gszq.com

相关研究

- 《依依股份 (001206.SZ): 收入、利润增长靓丽，成长势能较优》 2024-10-24
- 《依依股份 (001206.SZ): 经营表现靓丽，新客户贡献增量》 2024-08-25
- 《依依股份 (001206.SZ): Q2 业绩稳健，海外订单延续修复》 2024-07-16

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1197	1450	1510	1776	2086
现金	270	329	346	442	602
应收票据及应收账款	264	360	370	455	528
其他应收款	9	3	7	9	8
预付账款	23	30	26	36	40
存货	149	188	215	242	279
其他流动资产	482	540	546	591	628
非流动资产	784	746	775	757	736
长期投资	46	45	45	45	45
固定资产	596	569	591	572	550
无形资产	48	47	46	45	43
其他非流动资产	94	84	93	96	98
资产总计	1981	2195	2284	2532	2822
流动负债	191	345	293	366	444
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	143	285	228	289	355
其他流动负债	48	61	65	78	89
非流动负债	19	17	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	17	16	16	16
负债合计	210	362	310	383	460
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	185	185	185	185	185
资本公积	1129	1116	1116	1116	1116
留存收益	488	538	690	865	1077
归属母公司股东权益	1771	1833	1975	2150	2362
负债和股东权益	1981	2195	2284	2532	2822

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	202	223	210	290	361
净利润	103	215	235	273	332
折旧摊销	58	63	78	76	82
财务费用	0	0	0	0	0
投资损失	14	-17	-12	-4	-15
营运资金变动	33	-36	-83	-57	-40
其他经营现金流	-6	-2	-9	2	2
投资活动现金流	-138	-50	-99	-97	-81
资本支出	-49	-30	-94	-56	-59
长期投资	-100	-35	-19	-44	-36
其他投资现金流	12	16	13	3	15
筹资活动现金流	-145	-158	-95	-98	-120
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	53	0	0	0	0
资本公积增加	-53	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-145	-146	-95	-98	-120
现金净增加额	-76	27	17	96	161

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1337	1798	1963	2330	2710
营业成本	1110	1445	1572	1839	2133
营业税金及附加	11	16	16	20	23
营业费用	27	32	34	41	47
管理费用	40	51	55	65	75
研发费用	24	20	33	40	46
财务费用	-17	-20	-26	-23	-27
资产减值损失	-2	-2	-2	-2	-2
其他收益	3	3	4	5	5
公允价值变动收益	1	12	12	0	0
投资净收益	-14	17	12	4	15
资产处置收益	0	1	0	1	1
营业利润	132	284	304	355	433
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	2	1	2	2	2
利润总额	132	283	304	354	432
所得税	29	68	69	81	100
净利润	103	215	235	273	332
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	103	215	235	273	332
EBITDA	186	297	355	408	487
EPS (元/股)	0.56	1.16	1.27	1.48	1.79

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.8	34.4	9.2	18.7	16.3
营业利润(%)	-32.1	115.7	7.1	16.5	22.0
归属母公司净利润(%)	-31.4	108.3	9.2	16.3	21.5
获利能力					
毛利率(%)	17.0	19.6	19.9	21.0	21.3
净利率(%)	7.7	12.0	12.0	11.7	12.2
ROE(%)	5.8	11.7	11.9	12.7	14.1
ROIC(%)	5.6	9.7	10.8	11.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	10.6	16.5	13.5	15.1	16.3
净负债比率(%)	-14.9	-17.8	-17.3	-20.4	-25.4
流动比率	6.3	4.2	5.1	4.8	4.7
速动比率	5.3	3.5	4.3	4.0	3.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	5.2	5.8	5.4	5.6	5.5
应付账款周转率	7.8	9.8	9.5	9.3	9.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	1.16	1.27	1.48	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.21	1.13	1.57	1.95
每股净资产(最新摊薄)	9.58	9.91	10.68	11.63	12.77
估值比率					
P/E	45.1	21.7	19.8	17.0	14.0
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.3	9.2	12.1	10.3	8.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 01 月 29 日收盘价

内容目录

1.公司概况	5
1.1 历史沿革：深耕宠物卫生用品二十余年，成长为细分领域龙头	5
1.2 管理架构：股权结构较为集中，管理层产业经验丰富	6
1.3 业务概览：业绩稳健向上，“出口代工+自主品牌”双轮驱动	7
2.行业概览	11
2.1 欧美市场：规模庞大，产业链成熟完整	11
2.1 日本市场：步入成熟期，注重品质型消费	12
2.3 中国市场：多个细分品类蓬勃发展，为全球提供优质供给	13
3.成长展望	19
3.1 巩固规模化生产优势，助力全球销售渠道	19
3.2 打造独家特色研发体系，高度重视产品口碑积累及创新	20
3.3 内销发力自有品牌，产业链整合稳步推进	22
4.盈利预测及投资建议	23
4.1 盈利预测	23
4.2 投资建议	24
风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司主要发展历程	5
图表 2: 公司主要产品概览	6
图表 3: 依依股份股权结构图（截至 2025 年 12 月）	6
图表 4: 公司核心管理层概览	7
图表 5: 公司营收及同比增速情况	8
图表 6: 公司归母净利润及盈利能力指标概览	8
图表 7: 公司费用率情况	9
图表 8: 公司资产负债率及总资产周转率情况	9
图表 9: 公司股利支付率及股息率情况	9
图表 10: 公司产品结构占比	10
图表 11: 公司分品类毛利率情况	10
图表 12: 公司分地区营收情况（单位：亿元）	10
图表 13: 公司分地区毛利率情况（单位：%）	10
图表 14: 美国宠物市场规模	11
图表 15: 2024 年美国宠物市场结构	11
图表 16: 美国养宠家庭户数（万户）	12
图表 17: 美国宠物市场消费者代际划分（年龄）结构	12
图表 18: 日本宠物市场规模（按零售金额计算）	12
图表 19: 2020-2024 年日本宠物市场结构	13
图表 20: 日本宠物用品市场规模（按零售金额计算）	13
图表 21: 2021-2026 年中国犬猫家庭渗透率	13
图表 22: 2020-2024 年中国城镇宠物（犬猫）消费市场规模	14
图表 23: 2023-2024 年中国城镇宠物（犬猫）消费结构变化	14
图表 24: 细分品类消费渗透率（%）	14
图表 25: 犬消费渗透率（%）（左）及猫消费渗透率（%）（右）	14
图表 26: 城镇犬猫数量	15
图表 27: 城镇犬猫单宠平均消费金额	15
图表 28: 城镇宠主（犬、猫主人）（万人）	16
图表 29: 城镇宠主（犬、猫主人）年龄结构	16
图表 30: 2023-2025 年不同犬猫产品零售额复合增长率	17
图表 31: 犬猫用品品类消费分布	17

图表 32:	中国宠物用品出海各地区品类偏好	17
图表 33:	公司各品类生产及销售情况概览	19
图表 34:	公司已搭建全球销售渠道	20
图表 35:	公司前五大客户销售额 (单位: 亿元)	20
图表 36:	公司客户结构占比	20
图表 37:	公司研发费用及研发费率情况	21
图表 38:	公司研发人数及占比情况	21
图表 39:	公司主要研发项目概览 (截至 2024 年年报)	21
图表 40:	公司自有品牌产品概览	22
图表 41:	依依股份收入拆分及预测 (单位: 百万元)	23
图表 42:	可比公司估值表	24

1. 公司概况

公司为国内卓越的卫生护理用品与无纺布解决方案提供商，专注于宠物一次性卫生护理用品领域，主营产品包括宠物一次性卫生护理用品、个人一次性卫生护理用品及无纺布。

1.1 历史沿革：深耕宠物卫生用品二十余年，成长为细分领域龙头

公司在 1990s 从深耕化工领域的乡镇小厂起步，逐步探索改革，前身依依有限系由集体企业依依卫生用品厂改制设立，最初专注于一次性卫生用品的生产与销售。2003 年，公司捕捉到海外宠物经济崛起的趋势，切入宠物卫生用品赛道，成为国内较早专业生产宠物尿垫的企业之一。

历经二十余年的深耕，公司通过“出口代工+自主品牌”双轮驱动的核心模式，在宠物卫生护理细分领域的市场份额稳居行业前列。目前公司旗下拥有“乐事宠（HUSHPET）”、“一坪花房”等自主品牌，通过 ODM/OEM 模式与国际连锁零售商、专业宠物用品渠道商及头部电商平台建立起长期稳定的合作关系，产品远销美国、日本、韩国等近 40 个国家和地区，海关同类产品出口占比连续多年保持第一。

图表 1：公司主要发展历程

年份	事件
1990 年	公司前身“天津市津西津华福利皮鞋化工综合厂”设立；
1993 年	更名为“天津市荣盛染料化工厂”；
1998 年	再次更名为“天津市依依卫生用品厂”，经营范围变更为生活用纸系列产品；
1999 年	开始从事一次性卫生护理用品的研发、生产和销售；
2003 年	开始生产宠物垫；
2005 年	集体企业改制为有限责任公司；
2009 年	公司产品以宠物一次性卫生护理用品为主；
2015 年	收购“高洁有限”100% 股权，把无纺布纳入自有体系；
2016 年	出售万润特建筑安装，进一步聚焦主业，完成股份制改造设立股份有限公司；
2017 年	依依股份在全国中小企业股份转让系统公开挂牌转让；
2021 年	在深交所主板上市

资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

公司主要产品为宠物一次性卫生护理用品、个人一次性卫生护理用品和无纺布。宠物卫生护理用品包括宠物垫、宠物尿裤、宠物清洁袋、宠物湿巾、宠物垃圾袋等，个人卫生护理用品包括护理垫、卫生巾、纸尿裤等。

图表2: 公司主要产品概览

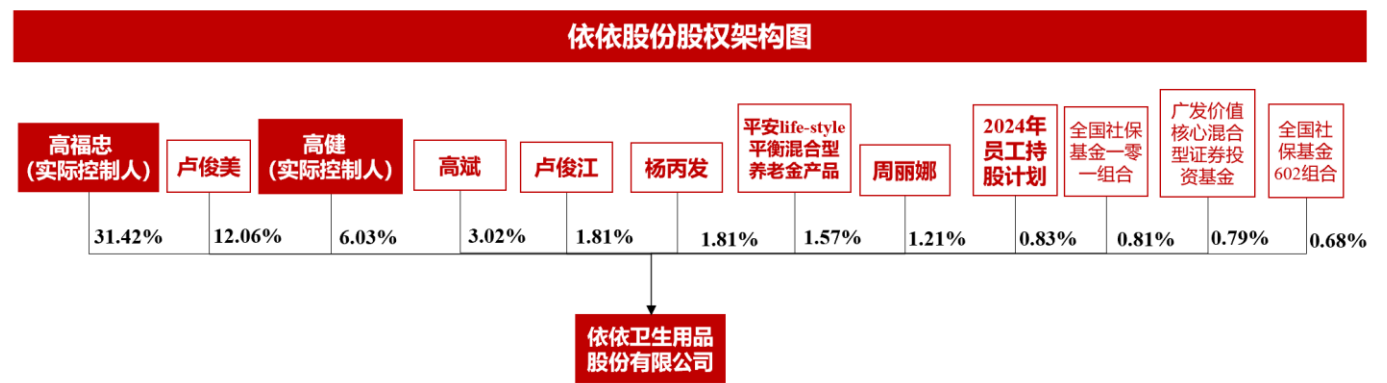
<h3>宠物一次性卫生护理用品</h3> <h4>宠物垫</h4>  <p>功能介绍 宠物垫是用于犬、猫等家庭宠物的一次性卫生护理用品,主要用于犬类,其表面材料能够保持较长时间的干爽,其内部含有的吸水材料具有超强安全的吸水能力,具备安全舒适、干净卫生、耐拉扯、型号多等特点,还可以根据使用的不同材料,实现抗菌、除臭、诱导等功能。 宠物垫可以为宠物主解决家庭养宠影响居住环境的痛点,省去处理宠物粪便的烦恼,同时能够帮助幼犬养成定点排便的习惯,保护宠物的生理和心理健康。</p> <p>使用场景 家中日常使用,母犬生产使用,以及外出携带宠物时放于车内、箱笼或酒店房间等处使用。</p>	<h3>个人一次性卫生护理用品</h3> <h4>护理垫</h4>  <p>功能介绍 护理垫是失禁护理常用的卫生用品,可以防止排泄物污染床单,保持环境清洁。</p> <p>使用场景 老年人或失禁人群使用、长途外出、特殊作业、婴儿护理、女性经期、产后护理、术后护理和失禁护理等。</p>
<h4>宠物尿裤</h4>  <p>功能介绍 宠物尿裤是用于防止宠物随意排泄的一次性卫生护理用品,主要有公犬用、母犬用和通用款三种型号,原材料为无纺布、进口绒毛浆、进口高分子等,具有结合体量身定制、轻薄透气等特点。</p> <p>使用场景 携带宠物外出、进入公共场所、母犬经期、幼犬或老犬失禁等场景。</p>	<h4>其他个人一次性卫生护理用品</h4>  <p>包括卫生巾、纸尿裤、吸水巾等。</p>
<h4>其他宠物一次性卫生护理用品</h4>  <p>功能介绍 主要包括宠物清洁袋、宠物垃圾袋、宠物湿巾、宠物除臭喷雾等宠物卫生护理用品,使宠物主能够尽情享受和狗狗一起外出和居家的时光,保持卫生环境的清洁,解决户外和居家处理宠物粪便的烦恼。</p> <p>使用场景 宠物清洁袋、宠物垃圾袋主要用于户外使用,宠物湿巾主要用于宠物日常清洁,方便快捷,宠物除臭喷雾主要用于分解异味。</p>	<h4>无纺布</h4>  <p>无纺布被用作宠物垫、宠物尿裤、纸尿裤、口罩等的生产原料,用途广泛,经济实惠,轻质环保。</p>

资料来源:公司公告,国盛证券研究所

1.2 管理架构: 股权结构较为集中, 管理层产业经验丰富

公司股权结构较为集中, 兼顾对核心人员实行激励。公司实控人高福忠持股 31.42%, 高健(高福忠之子)持股 6.03%, 父子合计 37.45%, 具备稳定控制权。此外, 公司在 2024 年设立员工持股计划, 持股比例为 0.83%, 公司整体呈现出股权结构稳定而又兼顾对核心人员激励的特征。

图表3: 依依股份股权架构图(截至 2025 年 12 月)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司管理层深耕产业多年, 具备丰富的行业经验与优秀的治理能力。董事长兼总经理高福忠带领公司实现由个人卫生用品向宠物卫生护理赛道的转型与聚焦, 形成务实稳健的经营风格, 围绕“海外+国内”双循环、“ODM/OEM+自有品牌”双轮驱动战略, 稳步推进各项业务。管理层团队整体较为稳定, 有利于企业长期稳健成长。

图表4: 公司核心管理层概览

姓名	出生年份	职务	主要履历
高福忠	1953	董事长、总经理	毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，专科学历，高级工程师。曾任天津市西青区张家窝镇西琉城铁厂生产厂长、天津市利华工业总厂厂长、天津市依依卫生用品厂厂长、天津市依依卫生用品有限公司总经理、执行董事。现任公司董事长、总经理；天津市高洁卫生用品有限公司执行董事、经理；一坪花房（天津）宠物用品有限公司执行董事、经理。
高斌	1977	副总经理	毕业于天津师范高等专科学校英语教育专业，专科学历。曾任天津市依依卫生用品厂供销科长、天津市依依卫生用品有限公司国际贸易部副总经理。现任公司董事、副总经理。
高健	1980	副总经理	毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，专科学历，工程师。曾任天津市依依卫生用品厂销售经理、天津市万润特钢构厂销售经理、天津市万润特钢构有限公司总经理、天津市依依卫生用品有限公司副总经理。现任公司董事、副总经理；任河北依依科技发展有限公司执行董事兼总经理；花房乐事（杭州）科技有限公司执行董事兼总经理。
卢俊美	1962	副总经理	毕业于天津市管理干部学院工商企业管理专业，MBA 研究生学历，高级会计师。曾任天津市工艺抽纱厂财务科长、天津市利华工业总厂财务科长、天津市依依卫生用品厂财务经理、天津市依依卫生用品有限公司执行董事、经理。现任公司董事、副总经理；任天津市高洁卫生用品有限公司、一坪花房（天津）宠物用品有限公司、花房乐事（杭州）科技有限公司、雄县盛嘉房地产开发有限公司、天津市万润特建筑安装工程有限公司监事。
郝艳林	1978	副总经理	毕业于天津师范高等专科学校英语教育专业，大专学历。曾任天津市津津制药有限公司销售部经理、天津市依依卫生用品厂市场部销售经理、天津市依依卫生用品有限公司外贸部销售经理。现任公司副总经理。
周丽娜	1984	财务总监、董事会秘书	毕业于中央广播电视大学会计学专业，本科学历。曾任天津市依依卫生用品厂会计、天津市依依卫生用品有限公司会计主管、天津市依依卫生用品有限公司财务经理。现任公司董事、董事会秘书、财务总监；任天津盛霖企业管理合伙企业（有限合伙）执行事务合伙人、北京荷牧生物科技有限公司董事、广州源博医药科技有限公司董事。周丽娜女士已于 2020 年 11 月取得深圳证券交易所颁发的董事会秘书资格证书。

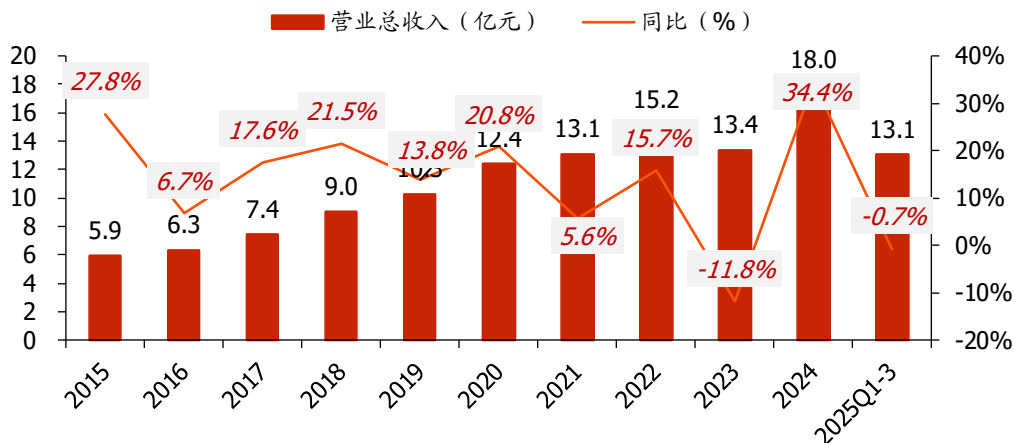
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 业务概览：业绩稳健向上，“出口代工+自主品牌”双轮驱动

复盘公司历史业绩来看，整体呈现出优异的长期成长性。

营收端：2015-2022 年间营收从 5.9 亿元增至 15.2 亿元，CAGR 为 14.4%，2023 年营收同比下降 11.8% 至 13.4 亿元，主要系受到部分海外客户去库存周期的影响。2025 年 Q1-3 实现营收 13.06 亿元，同比下降 0.72%。其中，2025 年单 Q3 营收 4.18 亿元，环比增长 3.67%，同 16.98%。第三季度营收同比下滑主要原因是：1) 基数较高，2024 年三季度客户提前进入传统节日促销备货周期及 2024 年新开拓的大客户“开市客”在同期进行重点推广，货物储备需求高；2) 2025 年客户采购周期回归正常，一般传统销售旺季集中在 Q4；3) 部分客户订单波动明显，如美国沃尔玛减少从中国采购。环比来看，第三季度环比增长 3.67%，9 月末受船运影响，部分发出产品未确认收入，综合来看 Q3 环比 Q2 改善明显。未来随客户备货节奏常态化，营收同比增速有望逐步改善。

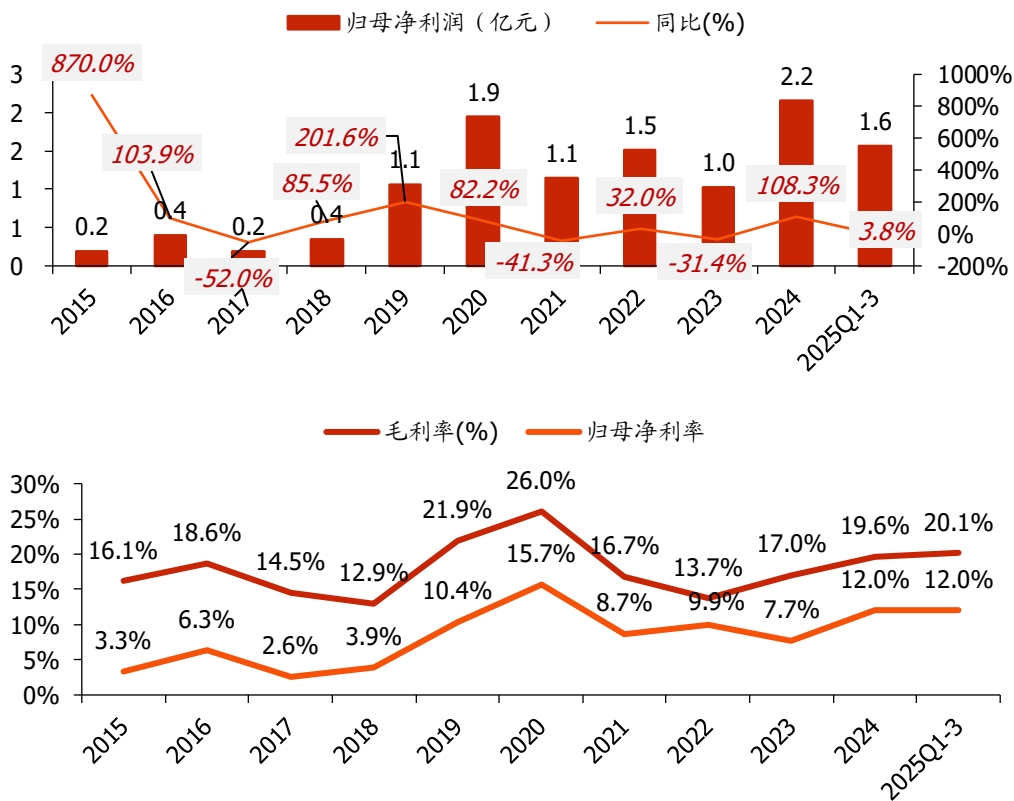
图表5: 公司营收及同比增速情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

利润端: 近年来公司整体利润率呈现波动向上的态势, 盈利波动主要受到汇率、原材料价格以及产品结构等因素的影响。2024 年实现归母净利润 2.2 亿元, 2025 年 Q1-3 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 3.8%, 毛利率/归母净利率分别稳步回升至 20.1%/12.0%, 展望未来盈利能力仍具备提升空间, 主要系: 1) 原材料采购价格持续小幅度下行; 2) 产品结构优化, 高毛利产品宠物尿裤保持高速增长, 2025 年三季度产能利用率已打满; 3) 国内无纺布行业正经历产能出清, 盈利触底回升, 公司前三季度无纺布业务已实现盈利; 4) 随着海外客户进入传统节日促销旺季, 公司整体产能利用率有望提升, 叠加柬埔寨海外生产基地承接更多订单, 释放规模化红利。

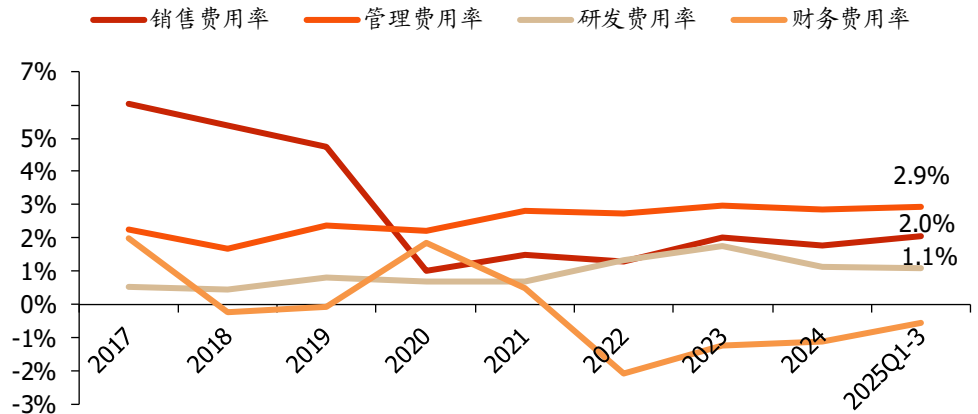
图表6: 公司归母净利润及盈利能力指标概览



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

费用端：公司费用率整体较稳定，2025年前三季度销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为2.0%/2.9%/1.1%。管理费用率和研发费用率整体随着规模效应呈现平稳或微降，销售费用率在震荡中略有提升，主要因公司积极参加国内外大型专业宠物展会，开拓新市场、新客户，扩大国际市场的销售规模，此外在国内市场加大自主品牌推广，例如销售团队优化、新品推广、宣传等等。

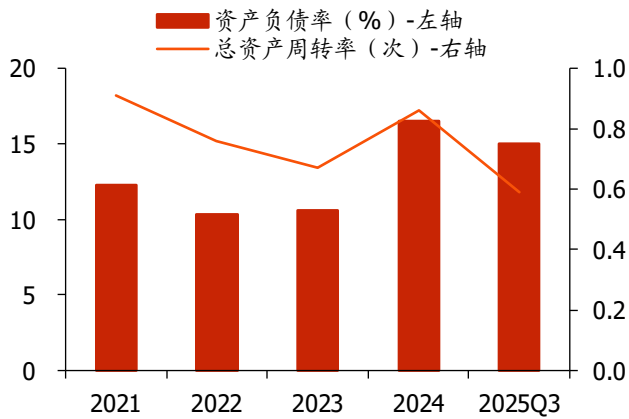
图表7：公司费用率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

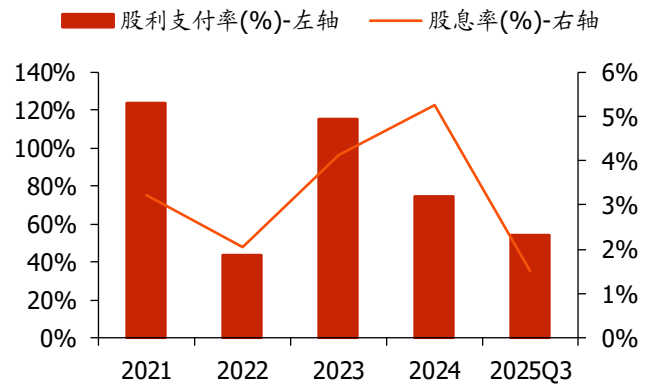
公司经营稳健，财务安全边际较高，持续高分红回报投资者。公司资产负债率自2021年以来维持低于20%的水平，具备低负债杠杆及充足的现金流，为市场渠道建设、品牌营销、产品研发、储备和培育新的战略发展项目等提供稳健的财务支撑。面对外部不确定风险时，公司可有效应对原材料价格波动等突发状况，并通过外汇套保等手段有效降低汇率波动风险。公司近年来坚持每年至少两次稳定分红，2024年分红频次增至三次，分红比例高达净利润的74.4%，股息率达5.26%。

图表8：公司资产负债率及总资产周转率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

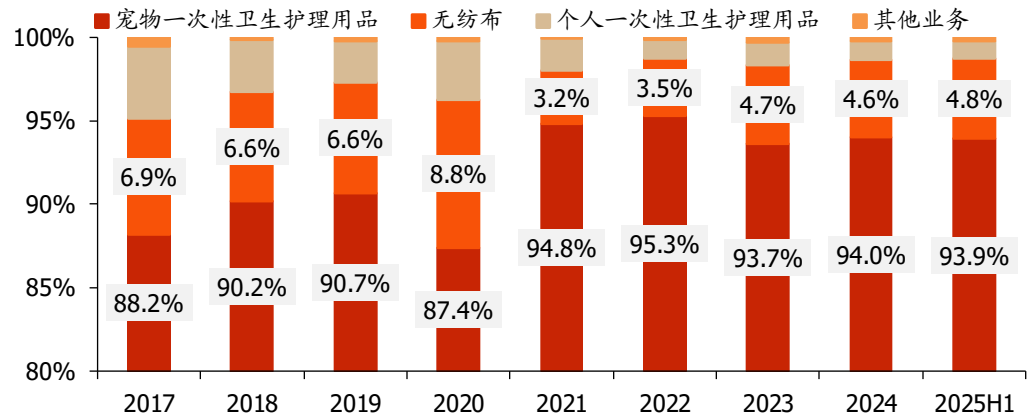
图表9：公司股利支付率及股息率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

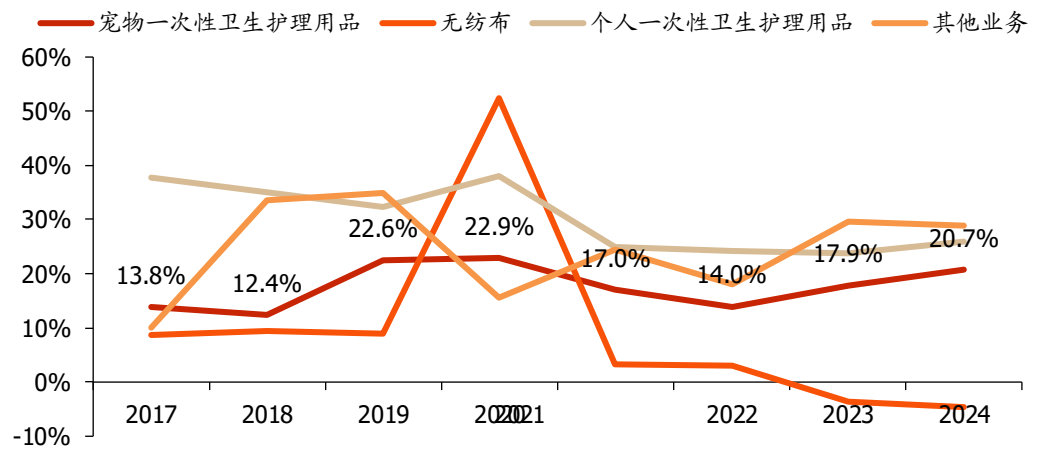
从产品结构来看，宠物一次性卫生护理用品贡献公司主要营收，2024年实现收入16.9亿元，占比约94.0%，2025H1实现收入8.3亿元，占比约93.9%。其次为无纺布业务，近年来营收占比稳定在约5%左右。2025H1三大核心产品均保持稳定增长：**宠物垫/宠物尿裤/无纺布产品分别在营收中占比86.1%/7.4%/4.9%，同比增长7.3%/40.6%/14.6%**。毛利率方面，宠物一次性卫生护理用品业务2024年毛利率回升至20.7%，2025H1为19.9%。其中宠物垫产品毛利率为17.5%，无纺布业务的毛利率波动则较大。

图表10: 公司产品结构占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

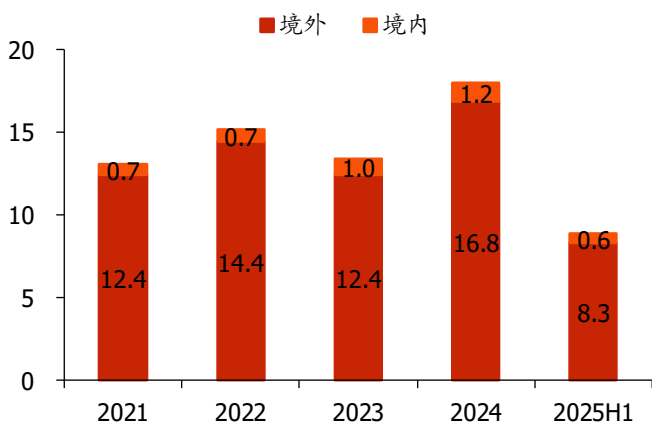
图表11: 公司分品类毛利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

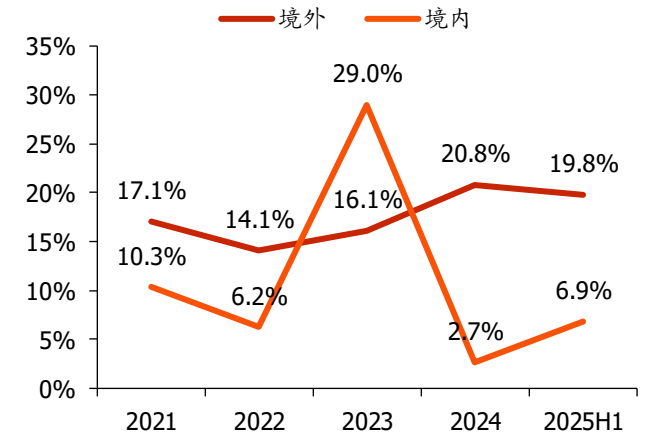
分地区来看, 公司以境外收入为主, 在整体营收中占比基本维持在 90% 以上, 产品主要销往美国、日本、欧洲等国家和地区。2025H1 境外收入 8.3 亿元, 占比 93.5%。毛利率方面, 2025H1 境外业务毛利率为 19.8%, 境内业务毛利率目前波动仍较大。

图表12: 公司分地区营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 公司分地区毛利率情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业概览

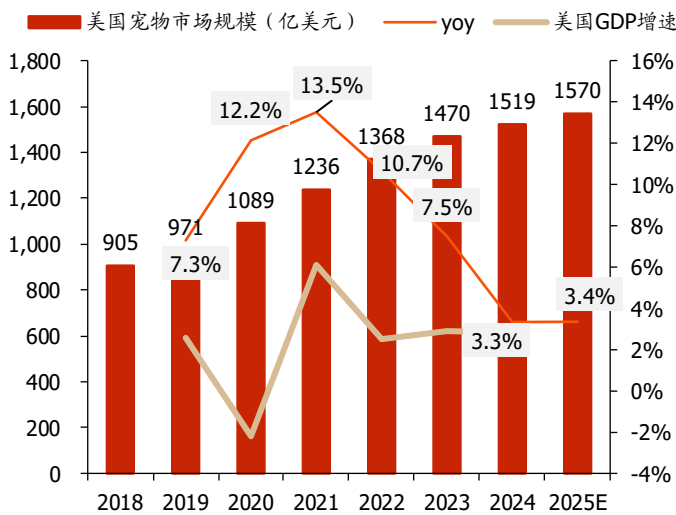
宠物行业在发达国家经过百余年的发展，目前已形成了较为完整、成熟的产业链，包括宠物用品、宠物食品、宠物医疗、宠物培训、宠物保险、宠物美容等诸多细分行业。中国宠物行业起步相对较晚，但参考欧美日的市场发展规律来看，随着单身经济、银发经济的兴起，人们对于情感需求日益增强，随着养宠意识转变，宠物主科学化、精细化的养宠需求不断增加，宠物用品的消费占比有望越来越高。

2.1 欧美市场：规模庞大，产业链成熟完整

美国是全球最大的宠物市场，行业经历了从传统零售店向综合性、规模性、专业性宠物销售平台整合的过程，产业链成熟，具有**宠物数量规模大、家庭渗透率高、人均宠物消费支出高、宠物需求刚性**等特点。美国宠物行业规模增速高于GDP增速，受经济因素影响较小，具备穿越周期的特点。据美国宠物用品协会（APPA）数据，美国2024年宠物行业消费额达到1519亿美元，同比增长3.33%。细分行业中，宠物食品和零食/兽医护理和产品/用品、活体动物和非处方药三大品类分别占比43.3%/26.2%/21.9%，同比增长2.17%/3.92%/4.06%。其中，宠物卫生护理用品在美国属于养宠必需品类，每年有望保持稳定的增长。

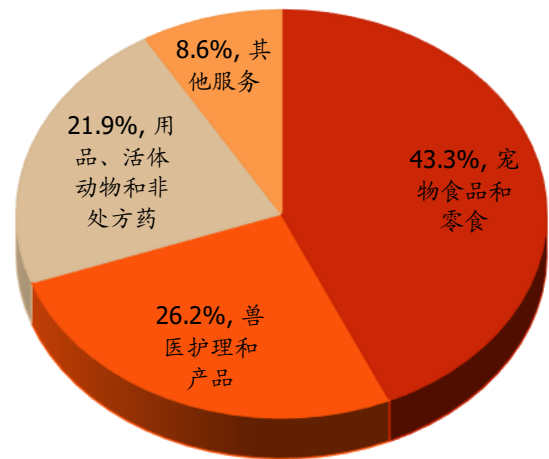
欧洲为全球另一大宠物消费市场，市场规模稳定增长。欧洲宠物食品工业联合会（FEDIAF）在2024年使用新的统计口径发布了2022年的数据，以往数据不再具备可比性。数据显示，2022年欧洲宠物市场消费总额达538亿欧元，欧洲拥有宠物的家庭户数共1.66亿户，宠物家庭渗透率达50%。欧洲宠物数量达3.52亿只，其中宠物猫/狗的数量分别为1.29亿/1.06亿只，约**77%养猫**，25%的家庭养狗。

图表14: 美国宠物市场规模



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

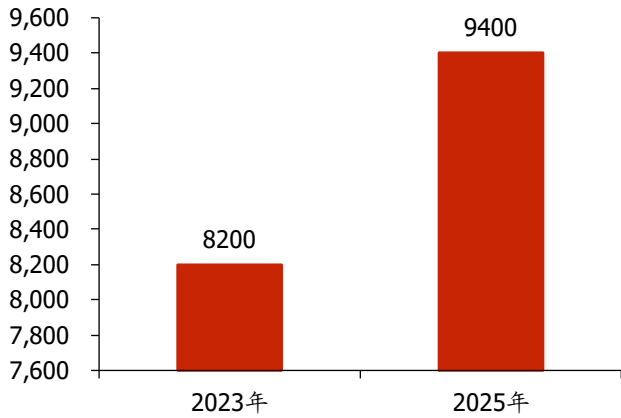
图表15: 2024年美国宠物市场结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

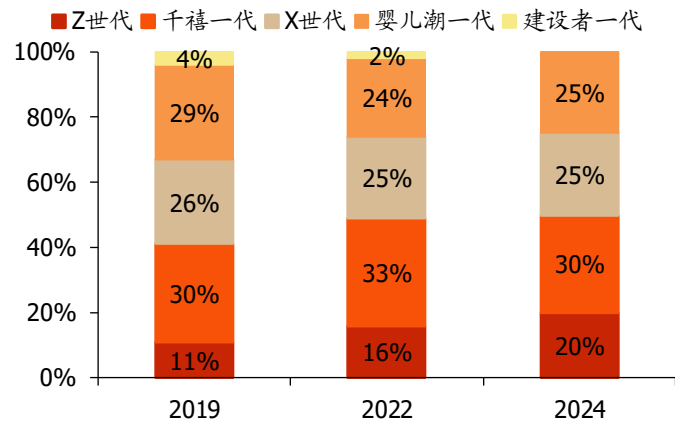
美国养宠家庭数量稳步增长，消费者趋于年轻化。根据2025年APPA对全美宠物主人的调查，宠物拥有量正在扩大，目前已有9400万美国家庭拥有至少一只宠物。从美国市场宠物主代际划分结构来看，Z世代的宠物拥有量显著增长，并且是最有可能拥有多只宠物的一代，2024年Z世代增长最快，占比达20%，还推动了狗和猫拥有量的大幅增长，占狗和猫拥有者的20%，分别比2023年增长18%和25%，70%的Z世代宠物主拥有两只或两只以上的宠物。

图表16: 美国养宠家庭户数(万户)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 美国宠物市场消费者代际划分(年龄)结构

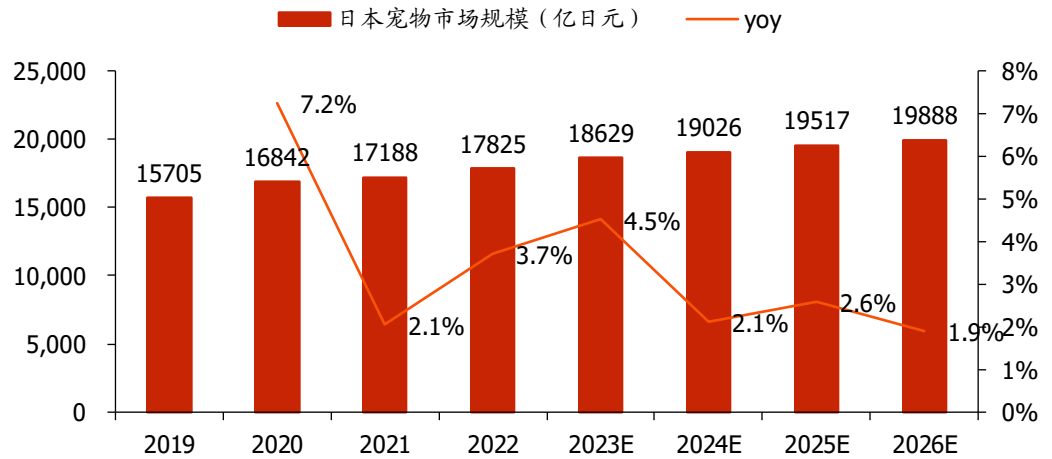


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.1 日本市场: 步入成熟期, 注重品质型消费

日本宠物行业目前已步入成熟期, 呈现出稳定、以小型宠物为主、室内养宠、宠物老龄化和注重品质型消费等特点。日本宠物行业整体增长较为平缓, 主要受到宠物数量饱和、人口老龄化及人均 GDP 增长乏力等因素影响。根据日本矢野经济研究所的数据, 预计 2024 年度日本宠物市场总规模为 19026 亿日元, 同比增长 2.1%, 2025 年度日本宠物市场总规模(按零售金额计算)为 19517 亿日元, 同比增长 2.6%。

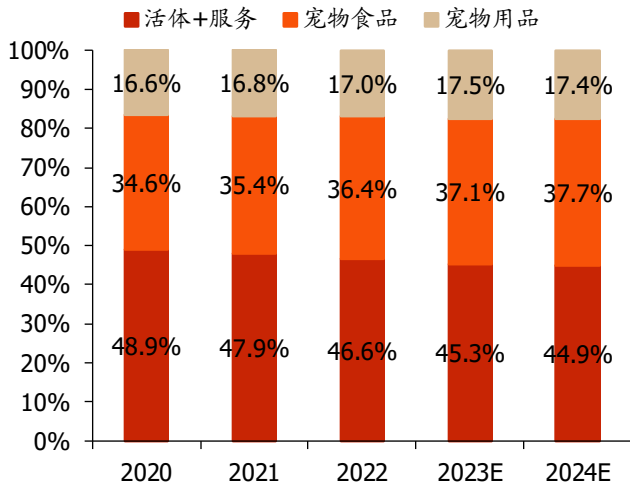
图表18: 日本宠物市场规模(按零售金额计算)



资料来源: 日本矢野经济研究院, 国盛证券研究所

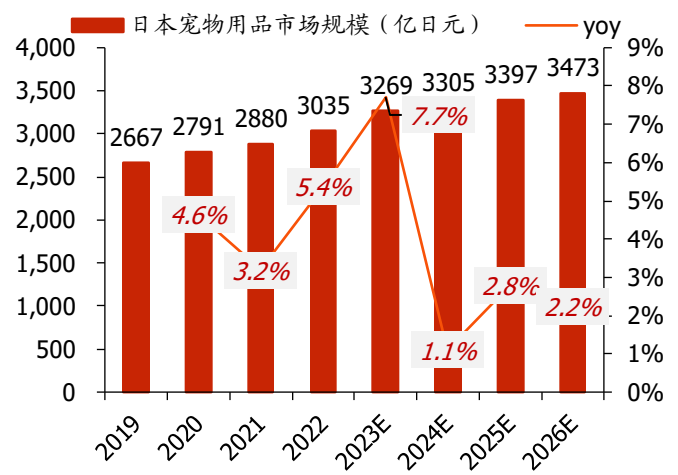
从日本宠物市场结构来看, 宠物主对品质型消费的要求高于生存型消费。根据日本矢野经济研究所的数据, 预计 2024 年活体与服务/宠物食品/宠物用品分别占比 44.9%/37.7%/17.4%。日本宠物主的养宠观念较为科学成熟, 叠加居住环境和宠物老龄化等问题的影响, 日常护理的需求有所增加且宠物主有意愿为高附加值产品支付溢价。宠物用品方面, 越来越多宠物主开始考虑宠物的健康以及与宠物生活的丰富度, 为满足日益细化、多样化的需求而推出的产品也在不断增加。根据日本矢野经济研究所的数据, 预计 2025 年日本宠物用品市场规模将达到 3397 亿日元, 2022-2025 年三年复合年均增长率为 3.8%。

图表19: 2020-2024年日本宠物市场结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 日本宠物用品市场规模 (按零售金额计算)

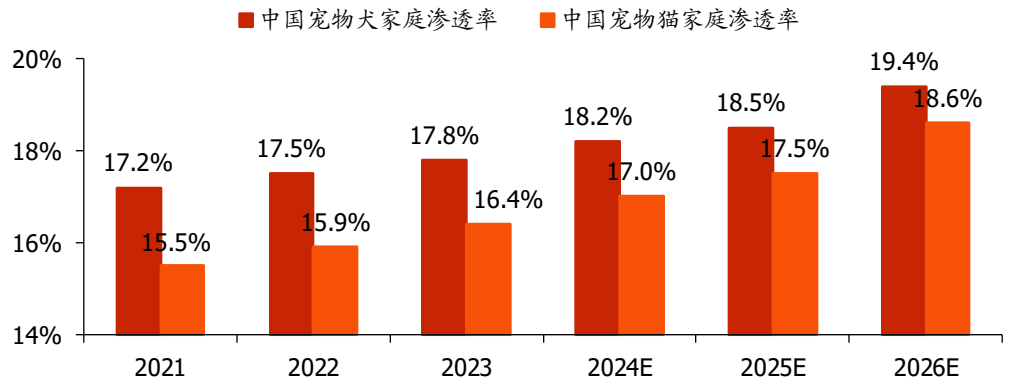


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 中国市场: 多个细分品类蓬勃发展, 为全球提供优质供给

中国宠物市场起步相对较晚、消费观念尚未成熟, 随着经济水平增长及养宠意识转变, 养宠渗透率具备较大的提升空间, 根据艾瑞咨询测算, 预计 2024 年国内宠物犬猫家庭渗透率分别为 18.2%、17.0%。目前国内宠物渗透率与美国/日本等成熟市场相比存在约 3 倍的差距 (美国约为 60%, 日本约为 40%)。

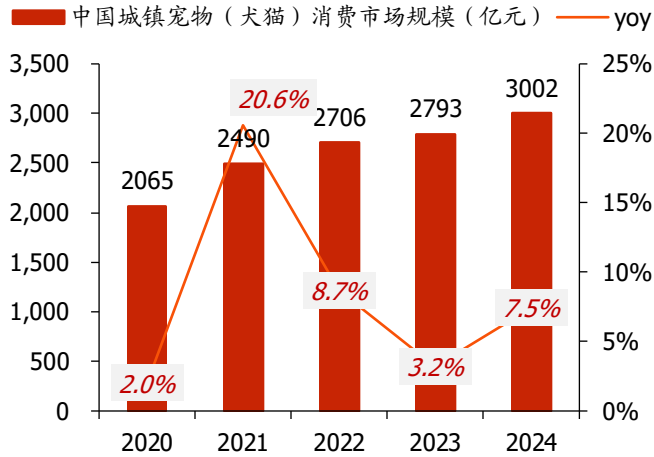
图表21: 2021-2026年中国犬猫家庭渗透率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 注: 宠物犬猫家庭渗透率=养犬&猫家庭户数/(中国总人口/平均家庭户规模)

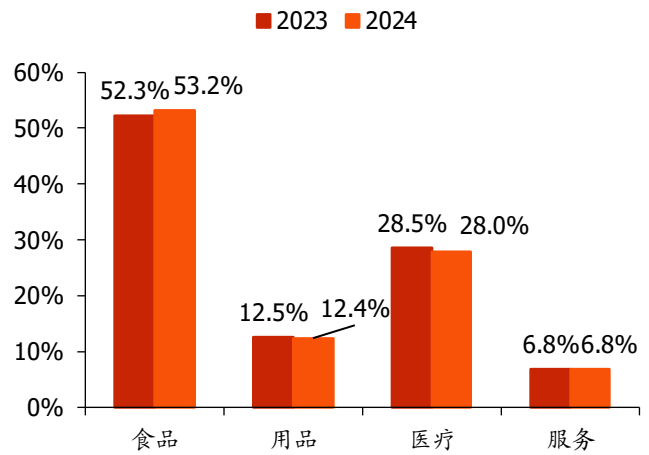
中国宠物消费市场规模稳步增长, 消费结构整体较为稳定。根据《2025年中国宠物行业白皮书》数据, 2024年中国城镇宠物(犬猫)消费市场规模达3002亿元, 同比增长7.5%, 2021-2024年的三年复合年均增长率达6.4%, 预计2027年中国城镇宠物(犬猫)消费市场规模将达4042亿元, 2021-2027年的年均复合增长率将达8.4%。从消费结构来看, 2024年宠物食品/用品/医疗/服务分别占53.2%/12.4%/28.0%/6.8%, 整体结构较稳定。

图表22: 2020-2024年中国城镇宠物(犬猫)消费市场规模



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

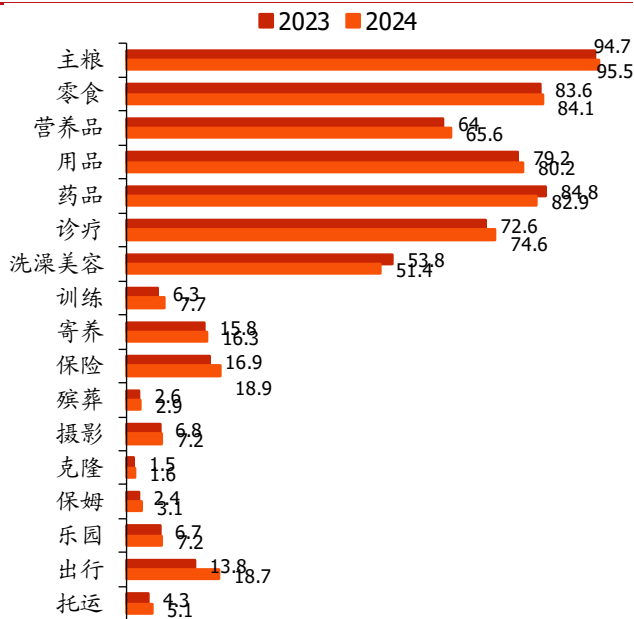
图表23: 2023-2024年中国城镇宠物(犬猫)消费结构变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

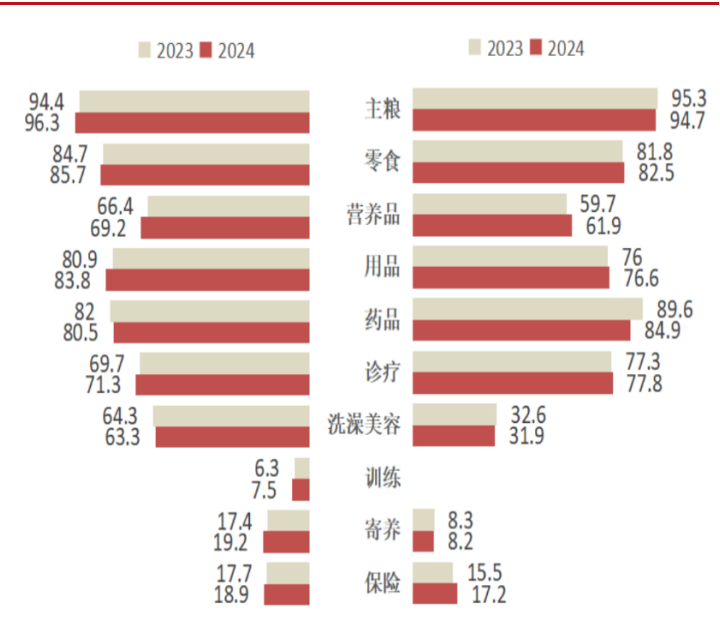
国内宠物行业市场潜力逐步释放, 多数细分品类消费渗透率有所提升。2024年宠物食品渗透率小幅提升。此外, 宠物诊疗、宠物训练、宠物保险、宠物出行均大幅度上升。细分品类渗透率的提升反映了宠物主对宠物生活品质关注度的不断提高, 不仅局限于基础的主粮喂养, 还在零食、营养、诊疗等细分领域有更多投入, 推动行业向满足多样化、个性化需求的精细化方向发展。

图表24: 细分品类消费渗透率 (%)



资料来源: 公司公告, 2025年中国宠物行业白皮书, 国盛证券研究所

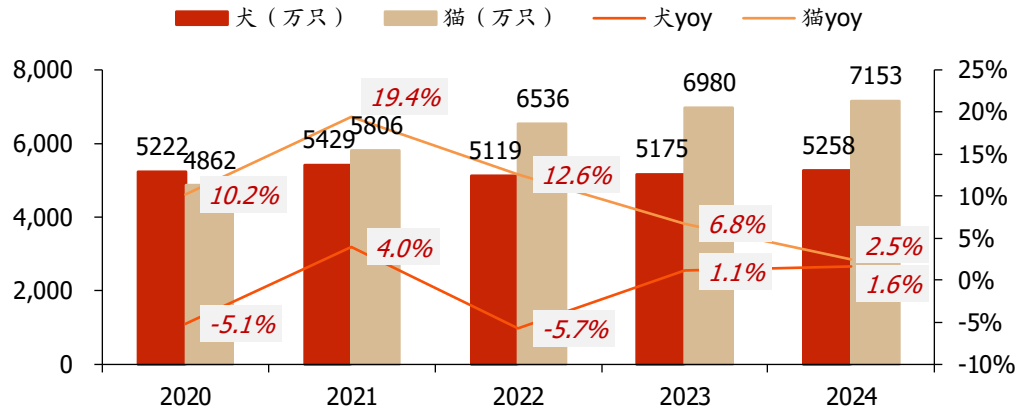
图表25: 犬消费渗透率 (%) (左) 及猫消费渗透率 (%) (右)



资料来源: 公司公告, 2025年中国宠物行业白皮书, 国盛证券研究所

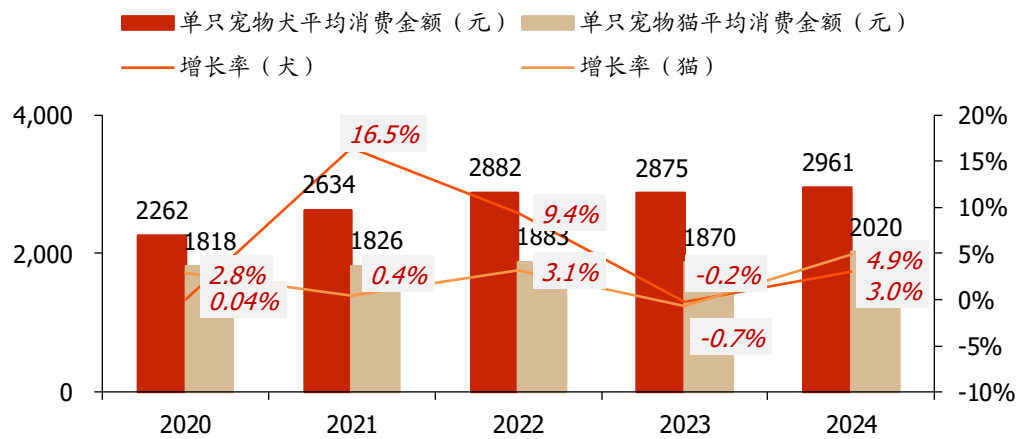
中国市场宠物数量及单宠消费水平均呈现上升趋势。据《2025年中国宠物行业白皮书》数据显示, 2024年我国宠物数量整体保持上升。2024年城镇犬猫数量为12411万只, 同比增长2.11%, 其中, 犬5258万只, 同比上升1.60%; 猫7153万只, 同比上升2.48%。2024年犬猫单宠消费水平均出现回升, 单只犬年均消费2961元, 同比上升2.99%, 单只猫年均消费2020元, 同比增长4.9%。

图表26: 城镇犬猫数量



资料来源: 公司公告, 2025年中国宠物行业白皮书, 国盛证券研究所

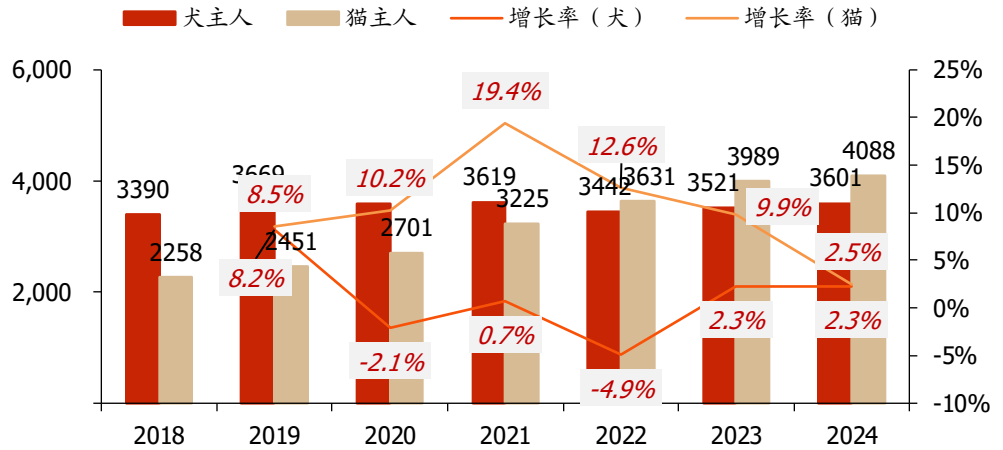
图表27: 城镇犬猫单宠平均消费金额



资料来源: 公司公告, 2025年中国宠物行业白皮书, 国盛证券研究所

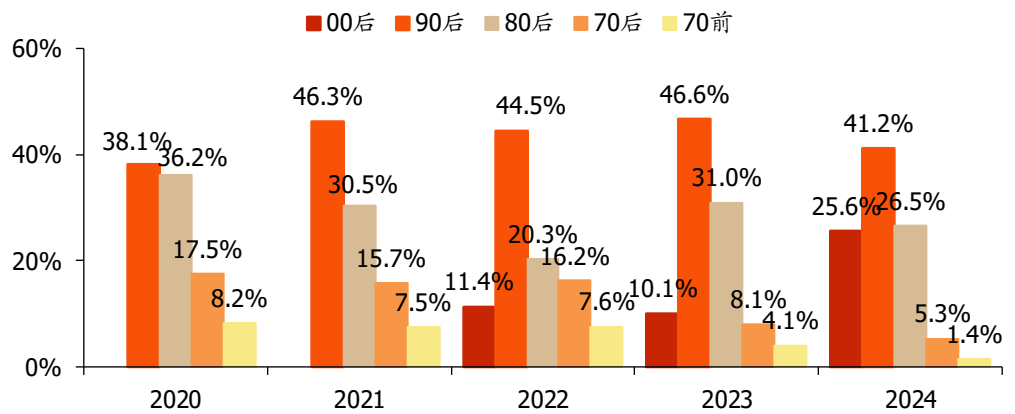
宠物主年轻化趋势明显, 科学高效养宠理念有望驱动消费升级。从宠物主的数据来看, 宠主年轻化趋势明显。据《2025年中国宠物行业白皮书》数据显示, 2024年城镇宠主(犬、猫主人)7689万人, 同比上升2.38%。其中, 犬主人3601万人, 同比上升2.27%; 猫主人4088万人, 同比上升2.48%。90后仍是养宠的主力军, 占比为41.2%, 其次是00后、80后占比为25.6%、26.5%。年轻人已经成为养宠主力军, 深受科学养宠理念的熏陶, 将宠物视为家庭中不可或缺的情感陪伴成员, 高度关注宠物的生理与心理健康。同时, 现代快节奏的工作与生活模式使得年轻宠物主在宠物护理方面更倾向于便捷、高效的解决方案。

图表28: 城镇宠主(犬、猫主人)(万人)



资料来源: 公司公告, 2025年中国宠物行业白皮书, 国盛证券研究所

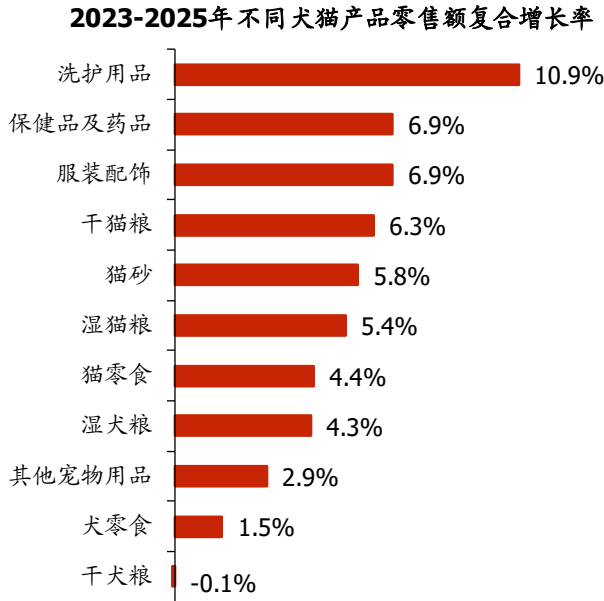
图表29: 城镇宠主(犬、猫主人)年龄结构



资料来源: 公司公告, 2025年中国宠物行业白皮书, 国盛证券研究所

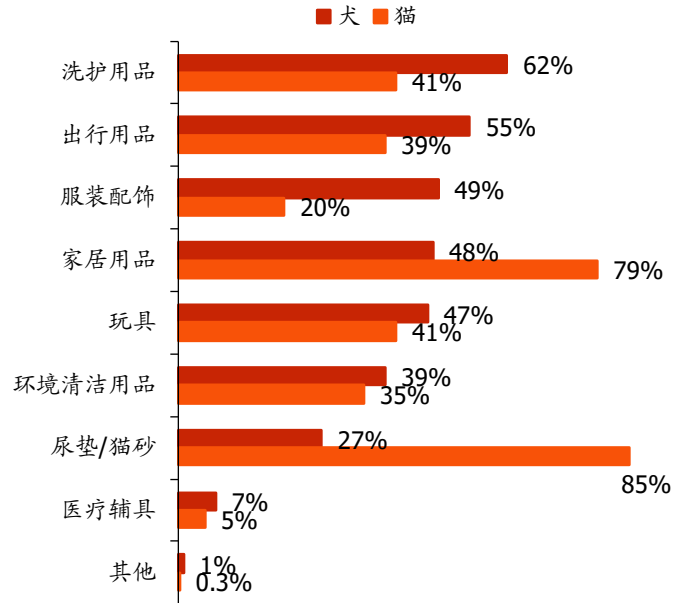
宠物用品市场消费意愿逐步增强, 洗护用品零售额复合增长率位于前列。根据亚宠研究院发布的《宠物行业蓝皮书》, 2023-2025年洗护用品零售额复合增长率为10.9%, 位于前列。后续随着宠物老龄化加剧, 逐步催生护理刚需, 且宠物友好型理念不断普及, 各类宠物友好型场景涌现, 携宠出行愈加流行, 公司所处的宠物卫生护理用品细分市场有望维持良好增长。从不同养宠人群消费偏好来看, 犬主人更多在洗护用品、出行用品、服装配饰等方面消费, 猫主人更倾向在猫砂、家居用品等方面消费。消费者偏好方面, 宠物主在消费选择时主要关注用品在材料、科技、设计和功能等方面的创新。

图表30: 2023-2025年不同犬猫产品零售额复合增长率



资料来源: 亚宠研究院, 国盛证券研究所

图表31: 犬猫用品品类消费分布



资料来源: 亚宠研究院, 国盛证券研究所

中国宠物用品在 21 世纪全球化趋势下迎来出海潮, 目前主要出口至北美、欧洲、东南亚、东亚等地区, 由于各地区存在经济、社会、人口等差异因素, 对于宠物用品的需求也存在差异化。据艾瑞咨询《2024 中国宠物行业研究报告》, 北美地区养宠家庭数量多, 观念成熟注重人宠家庭和谐共居, 并且相关法律法规严格, 故而卫生护理、清洁护理的需求旺盛; 欧洲地区宠物猫数量居多, 因此猫类用品及宠物清洁护理方面的需求较多; 而东南亚地区随着电商发展及宠物主人群变化, 更偏好宠物服饰及国产智能化用品。

图表32: 中国宠物用品出海各地区品类偏好



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

从公司所在的宠物用品市场的竞争格局来看:

宠物用品行业主要有三类市场参与者: 1) 宠物用品品牌运营商和销售渠道商, 主要通过线上或线下渠道销售自己品牌产品, 拥有长期稳定的销售渠道, 其产品主要依靠全球供应链进行采购, 自身并不开设工厂进行生产, 例如: 亚马逊、PetSmart、沃尔玛、韩国 Coupang、美国 Target 等; 2) 具有较好研发、设计、生产能力的宠物用品生产商, 该类企业主要通过 OEM/ODM 模式向国内外宠物用品品牌运营商和渠道销售商销售产品, 具有部分自有品牌产品, 目前规模较大的例如: 依依股份、源飞宠物、天元宠物、芜湖悠派、江苏中恒等; 3) 规模较小的作坊式的宠物用品生产商, 竞争力相对较弱。

发达国家宠物市场经过多年的经营积累和优胜劣汰，市场集中度较高，份额主要被大的国际品牌商所占据。发达国家和地区对公共区域宠物排泄物管理有明确规定，推动了宠物一次性卫生护理用品成为养宠刚需。中国宠物用品行业处于发展初期，市场集中度较低。宠物卫生护理用品赛道正处于快速发展阶段，在需求方面，随着宠物数量增多、城市化进程推进及宠物消费观念转变，越来越多的饲养者选择购买专业的宠物卫生用品。

在供给方面，从行业产能分布看，宠物卫生护理用品全球产能集中在中国。美国本土产能有限且成本高昂，难以支撑下游需求；东南亚产能也主要归属于国内生产商，且受限于供应链不完善，下游渠道客户难以找到具备同等大规模供应能力的替代生产商，国内仍为全球最大的产能聚集地，行业内企业数量不断增加，产能不断扩大，供给总量呈现出扩大的趋势。但是我国规模较大、生产品质、生产成本比较有保障的生产商并不多，市场集中度较为分散。随着需求不断加大，带动市场增长到一定规模，企业在一段时期的积累与优胜劣汰后，市场集中度将会逐步提高。

公司是具有较好研发、设计、生产能力的宠物一次性卫生护理产品生产商，能够向国内外品牌运营商销售产品，同时也将自有品牌（乐事宠、一坪花房）产品面向市场进行销售。2021-2024年，公司以宠物垫、宠物尿裤为主的宠物一次性卫生护理用品出口额占国内海关同类产品出口额的比例分别为 37.00%、38.13%、31.12%、35.77%，市占率较高，市场地位较为稳固。

3. 成长展望

3.1 巩固规模化生产优势，助力全球销售渠道

公司在细分领域中规模优势较为突出，柬埔寨海外产能正式投产出货。公司作为较早从事“宠物卫生护理用品”产业的生产服务商之一，持续多年为全球百余家大型国际知名的宠物用品运营商、商超和电商平台提供稳定持久的规模化生产保障。公司率先打造覆盖全生产环节、全应用场景、全产品体系的规模化宠物卫生护理用品生产基地，实现不同规格产品间生产的精准切换，满足多元化、定制化的产品需求。此外，凭借公司强大的生产管理能力和强大的交付能力，将交货周期从 45 天逐步压缩至 2 周，可满足海外客户高下单频次和库存管理的高标准要求。

截至 2025H1，国内核心产品宠物垫产品的最新产能按标准产品计算年产已达 46 亿片，宠物尿裤年产达 2 亿片；公司柬埔寨的海外产能在 4 月底正式投产，宠物垫产品年产能近 3 亿片，5 月份开始向客户正式出货。公司对外出口金额占海关统计国内同类出口产品总金额的比例连续多年在 30% 以上，在同类产品出口市场领域中规模优势较为突出。

图表 33: 公司各品类生产及销售情况概览

		2020	2021	2022	2023	2024
宠物一次性卫生护理用品 (亿片)	销售量	27.3	31.5	33.6	30.1	39.1
	生产量	27.5	32.2	33.6	29.6	39.4
个人一次性卫生护理用品 (亿片)	销售量	1.1	0.7	0.5	0.6	0.6
	生产量	1.0	0.8	0.5	0.5	0.6
无纺布 (吨)	销售量	17,015	17,529	16,849	14,101	19,536
	生产量	17,107	17,632	19,665	18,853	27,241

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司逐步搭建起全球销售渠道，与多个优质客户建立紧密合作。目前公司已形成以美国、欧洲、日本众多大型商超、宠物用品专营品牌商和电商平台为主的客户资源体系，上述客户的市场渠道稳定，供货量要求大，市场空间增速较快，但对于供应商准入门槛极高，甄选程序极为严苛、复杂，包括经营资质、生产规模、技术水平、产品品质、货物交货周期等多维考量，基于自身供应商甄选的时间成本和高标准、稳定的产品控制要求等多项因素考量，一旦确定生产服务合作后，客户黏性较强。公司凭借规模化的产能优势、较强的综合生产管理能力和客户构建了稳定持久的合作关系。公司优质的合作伙伴包括众多大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台，如亚马逊、PetSmart、沃尔玛、开市客、韩国 Coupang、Target、Chewy、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺、英国 Pets at home 等。

图表34: 公司已搭建全球销售渠道

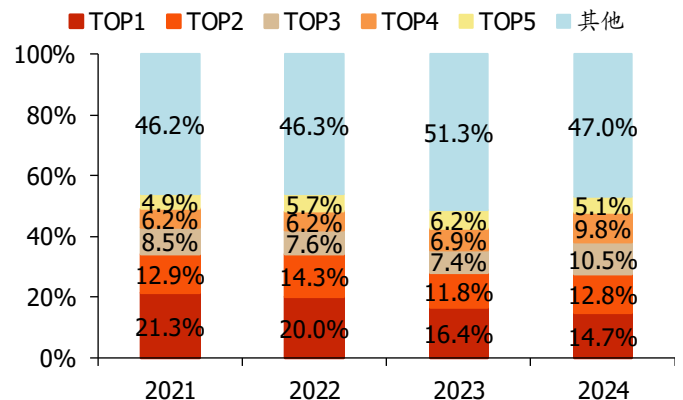
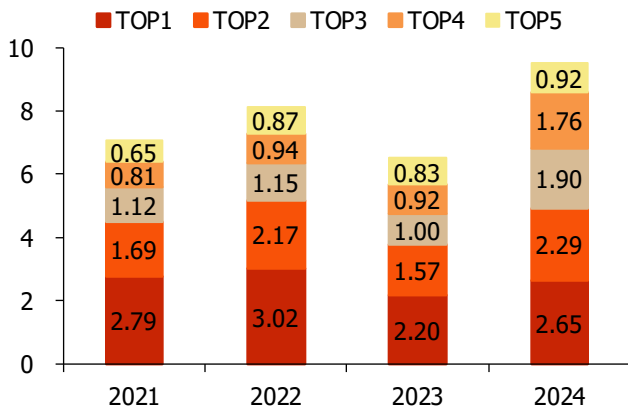


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

前五大客户销售额占比约 50%，逐步多元化拓展客户结构。从客户结构来看，公司前五大客户销售额占比基本维持在 50%左右，2024 年公司前五大客户销售额占比分别为 14.7%/12.8%/10.5%/9.8%/5.1%，合计占比 53.0%。2025 年前三季度，境外销售收入占比为 92.6%。其中，北美/亚洲/欧洲分别占比 64.8%/22.4%/4.7%，其他区域实现了 37.2%的同比增速。公司加大了对非美地区新客户的拓展，前三季度共拓展二十余家新客户，主要包括欧洲、日韩、南美及北美等地区，非美地区的销售占比有望持续提升。

图表35: 公司前五大客户销售额 (单位: 亿元)

图表36: 公司客户结构占比



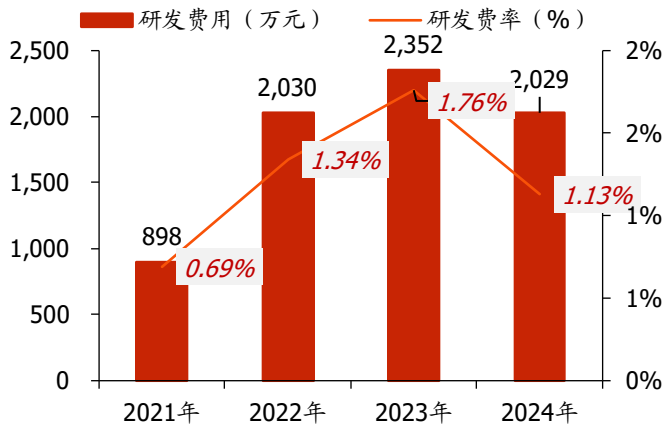
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 打造独家特色研发体系，高度重视产品口碑积累及创新

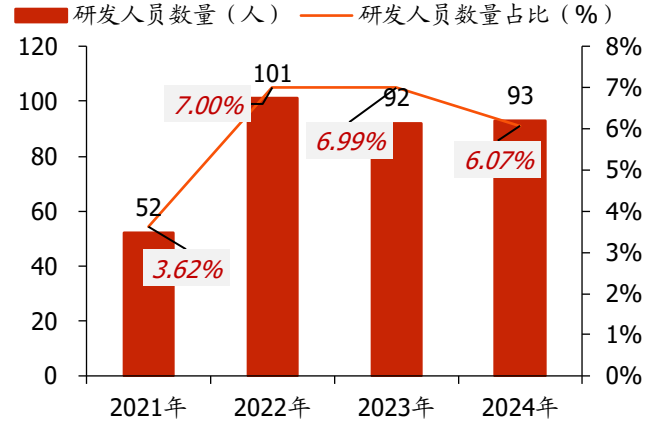
公司研发实力强劲，逐步沉淀打造具备自身特色的研发设计体系。公司高度重视产品创新与技术升级。依托自主研发设计优势，持续加大研发投入，具备敏锐的市场洞察力与高效的运营能力，紧跟消费趋势，不断推出创新型产品，聚焦环保型、功能型产品的研发设计，帮助客户实现产品升级。公司在不断满足不同地域、不同品牌商对宠物卫生护理用品大小、薄厚、吸水性、环保性、功能性等方面不同需求的过程中，逐步建立完善了研发设计体系，形成了差异化的优势。

图表37: 公司研发费用及研发费率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 公司研发人数及占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

高度重视产品品质及创新，始终锚定“品质优先”作为发展方向。公司对于行业及消费者需求有深刻理解，宠物用品作为典型的“使用者与消费者分离”的消费品，产品的直接使用者是宠物，但其购买决策由宠物主人主导，而宠物无法表达使用体验，使得消费者会对产品品质产生更高的警惕性，既需要通过成分安全、材质舒适度、功能适配性等显性指标判断产品是否适合宠物，又要凭借品牌口碑、专业背书等间接信息推测宠物的真实使用感受。公司高度重视产品品质及创新，先后研发并成功向市场推介出具有固定贴、防滑、湿度显示、速干、竹炭、抗菌、防撕咬、添加除臭剂、诱导剂、超柔透气、安抚情绪等多项具备专属性、功能性的宠物卫生护理用品千余种，构筑了完善的宠物卫生护理用品应用体系。此外，公司对产品品质实行高标准要求，在采购、生产、产品验收环节均严格进行质量检测和生产管理。

图表39: 公司主要研发项目概览 (截至2024年年报)

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对未来发展的影响
研发可循环再生的环保型尿垫	开发提高产品舒适度的环保型产品。	已完成	新材料应用，不仅适应低碳环保的产业发展趋势，而且还大幅提升产品吸收饱和度。	培育高端一次性宠物卫生用品业务，满足消费者差异化需求，提高市场竞争力。
研发微胶囊除臭尿垫	吸收臭味的目的，显著改善环境卫生。	已完成并应用于生产	新材料应用，经过生物反应达到气味平衡以达到根本的长效除臭目的。	优化公司产品结构，满足消费者差异化需求，提高市场竞争力。
研发耐磨抗菌无纺布	丰富无纺布产品种类。	已完成	满足市场需求。	满足市场需求，提高产品综合竞争力。
研发 PCR 新型消臭尿垫	采用活性炭层作为上下层尿液吸收层；亲水层和防水层使用新型的 PCR 塑料制成，最终达到显著改善环境卫生和观感，且产品更加环保。	已完成并应用于生产	新型材料应用，既能快速吸收尿液散发的气体异味，也能掩盖尿液颜色，显著改善环境卫生和观感。	培育高端一次性宠物卫生用品业务，满足消费者差异化需求，提高市场竞争力。
研发一种诱导型宠物尿垫	能够更高效地引导宠物在指定地点排泄。	已完成并应用于生产	通过科学设计平衡了功能性与实用性，通过气味和材质的双重引导，帮助宠物快速形成“定点排泄”的记忆，缩短训练周期。	符合市场发展的趋势，满足消费者差异化需求，提高市场竞争力。
研发弹性无纺布	丰富无纺布产品种类。	已完成	满足市场需求。	满足市场需求的多样化，提高产品综合竞争力。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

为加强公司产品在“优质低价”方面的竞争力，公司在成本控制方面采取了一系列组合措施，如通过建立原材料采购多方询价机制把握市场价格动态，选择性价比最优的供应商，降低原材料采购成本；优化生产能耗管理体系控制能耗成本；逐步实现自动化降低人工成本等。经过多年的管理经验探索，公司积累了较多的成本控制经验，包括: (1)

不断提高产品的生产效率。在生产过程中，技术人员不断调试改进设备，提高生产效率；根据生产工艺流程，优化工厂设备布局，提高物料流转效率；不断培训提升工人的技能和操作水平；结合生产工艺，与设备研发公司合作，开发适合公司产品生产线的自动化辅助设备；（2）具备较强的生产管理能力，制定并执行了较好的原材料节耗政策，减少生产过程中不必要的原材料损耗；（3）正积极引进现代人工智能技术，不断提升各生产、仓储、物流、销售等环节的数字化、网络化、自动化、智能化生产水平。

3.3 内销发力自有品牌，产业链整合稳步推进

公司对国内自有品牌发展进行精准定位，针对两类核心需求：1）宠物老龄化趋势明显，据《中国宠物行业白皮书》数据，9岁（含）以上老年犬占比为14.4%，7岁（含）以上宠物犬占比27.6%，中老年宠物易出现漏尿、失禁等健康问题，对宠物尿垫、尿裤等产品有刚需；2）针对年轻养宠人群，95后、00后宠物主的科学化、精细化养宠观念较为突出，其将宠物尿垫、尿裤视为养宠必需品。公司已加大国内自主品牌推广投入，例如销售团队的优化，新品推广、宣传等，逐步提升国内市场份额，2025年前三季度自有品牌销售额增速明显。

在国内市场，公司主要采用直销和经销的方式进行销售。公司自有品牌“乐事宠（HUSHPET）”、“一坪花房”宠物尿垫、宠物尿裤、宠物清洁袋等主要通过经销商、京东自营、天猫、抖音等进行销售。随着国内宠物市场的快速发展，一批知名的宠物品牌运营商迅速成长，也主要依靠供应链采购，公司以ODM/OEM方式拓展上述国内宠物品牌运营商。公司自有品牌个人一次性卫生护理用品“多帮乐”、“爱梦园”护理垫，“依依”卫生巾和护垫等主要通过经销商、天猫、京东销售。同时，也以ODM/OEM方式向沃尔玛等商超销售。

图表40：公司自有品牌产品概览

乐事宠 HUSHPET		一坪花房 Flora m²	
 <p>宠物训导尿垫-量贩装 100枚 50枚 25枚</p> <p>性能特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> 适用于新手爸妈，同时也是爱宠家庭的必备好物 强大的3S技术，顶层无纺布可承受大狗的重量，出色的抗撕裂性 真空多褶粘合技术，增强吸收，减少反渗，防止外漏 经引渍剂处理，帮助宠物闻讯后自行排便在正确的地方 小时效性专利，不占空间便于收纳与携带 	 <p>宠物尿垫-福惠装 100枚 50枚 25枚</p> <p>性能特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> 宠物专用，吸湿速干 强大的3S技术，顶层无纺布可承受大狗的重量，出色的抗撕裂性 真空多褶粘合技术，增强吸收，减少反渗，防止外漏 经引渍剂处理，帮助宠物闻讯后自行排便在正确的地方 不占空间便于收纳与携带 	 <p>宠物训导尿垫-消臭型 100枚 50枚 25枚</p> <p>性能特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> 独特功效性，适用于幼龄宠物，以及出行前必须必备之物 强大的3S技术，顶层无纺布可承受大狗的重量，出色的抗撕裂性 真空多褶粘合技术，增强吸收，减少反渗，防止外漏 结合竹炭纤维，快速有效分解异味 轻薄便携，超强吸水，超强吸力 	 <p>一坪花房宠物护理垫-海之味 80枚 40枚 20枚</p> <p>性能特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> 8层防风防水，吸水性更强 强大的3S技术，顶层无纺布可承受大狗的重量，出色的抗撕裂性 真空多褶粘合技术，增强吸收，减少反渗，防止外漏 经引渍剂处理，帮助宠物闻讯后自行排便在正确的地方 小时效性专利，不占空间便于收纳与携带
 <p>一坪花房宠物护理垫-樱花香 80枚 40枚 20枚</p> <p>性能特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> 8层防风防水，吸水性更强 强大的3S技术，顶层无纺布可承受大狗的重量，出色的抗撕裂性 真空多褶粘合技术，增强吸收，减少反渗，防止外漏 经引渍剂处理，帮助宠物闻讯后自行排便在正确的地方 小时效性专利，不占空间便于收纳与携带 	 <p>一坪花房宠物除臭喷雾 300ml </p> <p>性能特点：</p> <ul style="list-style-type: none"> 雾化均匀，使用不痛 除臭除菌，一擦即净 		

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

此外，公司也借助产业基金，把握宠物行业并购整合机会，储备和培育新的战略发展项目，近几年陆续投资了猫砂、宠物食品、宠物智能用品、医药疫苗等项目，未来公司准备通过资源整合对其他相对刚需的宠物用品进行拓展，为未来外延式发展储备项目。公司拟全资收购高爷家，布局宠物“食品+用品”一体化赛道。高爷家拥有“许翠花”（宠物卫生用品）和“高爷家”（宠物食品）两大核心品牌，2023/2024年分别实现收入3.02亿/4.60亿元、净利润分别为0.03亿/0.18亿元，利润增速显著。高爷家在品牌塑造和渠道运营方面较有经验，依依股份具备规模化生产能力与稳定的产业链基础。收购完成，双方有望强强联合，实现工厂端与渠道端的多重协同，如：1）生产制造协同：依依股份制造能力突出、具备产能优势，而高爷家产品虽具有创新优势，但产能较相对落后，收购后可助力高爷家完善生产制造体系。2）渠道协同：依依股份在海外渠道布局较为领先，猫砂与尿垫均属宠物清洁用品，具备渠道复用性，未来有望在原有外销体系中引入猫砂新品类，提供一站式宠物清洁解决方案。

4. 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司各部分业务分别做出如下假设：

- **1) 宠物一次性卫生护理用品业务：**作为贡献公司绝大部分收入体量的核心业务，预计 2025-2027 年收入增速分别为 9.1%/19.8%/17.2%，增长主要驱动力来自公司海外产能扩张，作为稀缺的优质海外制造资源，公司布局的东南亚基地有望大幅提高对于国际客户订单的承接能力，柬埔寨的海外产能在 2025 年底 4 月底正式投产，5 月份开始向客户正式出货。此外，公司持续加强对非美地区新客户的拓展。
- **2) 其他业务：**预计无纺布 2025-2027 年收入增速分别为 11.5%/0.1%/0.4%，个人一次性卫生护理用品 2025-2027 年收入增速分别为 1.0%/2.4%/2.4%。宠物护理用品外的其他业务目前预计体量规模变化有限，后续随着公司产业整合加速，有望实现更高速的扩张。

图表41: 依依股份收入拆分及预测 (单位: 百万元, %)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	1,337	1,798	1,963	2,330	2,710
yoy	-11.8%	34.4%	9.2%	18.7%	16.3%
毛利率	17.0%	19.6%	19.9%	21.0%	21.3%
归母净利润	103	215	235	273	332
yoy	-31.4%	108.3%	9.2%	16.3%	21.5%
产品拆分					
1、宠物一次性卫生护理用品					
收入	1,253	1,690	1,845	2,210	2,590
yoy	-13.3%	34.9%	9.1%	19.8%	17.2%
毛利率	17.9%	20.7%	20.9%	21.8%	21.9%
1.1 宠物尿垫					
收入	1,162	1,577	1,689	1,977	2,351
yoy	-13.2%	35.7%	7.1%	17.1%	18.9%
占比	86.9%	87.8%	86.0%	84.9%	86.8%
毛利率	15.8%	18.7%	18.3%	18.6%	19.1%
1.2 宠物尿裤					
收入	84	106	148	225	230
yoy	-14.1%	26.2%	40.1%	51.9%	2.2%
占比	6.3%	5.9%	7.5%	9.7%	8.5%
毛利率	46.1%	49.6%	50.5%	50.2%	50.2%
1.3 其他一次性宠物卫生护理用品					
收入	7	7	7	8	9
yoy	-24.8%	6.2%	8.0%	8.0%	8.0%
占比	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	31.8%	32.0%	30.0%	30.0%	30.0%
2、无纺布					
收入	62	84	93	93	94

yoy	18.9%	33.9%	11.5%	0.1%	0.4%
占比	4.7%	4.6%	4.7%	4.0%	3.5%
毛利率	-3.5%	-4.6%	-1.5%	1.6%	4.5%
3、个人一次性卫生护理用品					
收入	18	20	21	21	22
yoy	4.4%	11.0%	1.0%	2.4%	2.4%
占比	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
毛利率	23.8%	26.0%	23.6%	23.6%	23.6%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

费用率方面，综合考虑到公司前期海外产能爬坡下折旧摊销的影响以及产能达产后规模效应的释放，我们预计 2025-2027 年销售费用率分别为 1.75%/1.74%/1.73%，管理费用率分别为 2.82%/2.80%/2.75%，研发费用率分别为 1.70%/1.70%/1.70%。

综上，预计 2025-2027 年公司营收分别为 19.63/23.30/27.10 亿元，同比增加 9.2%/18.7%/16.3%，归母净利润分别为 2.35/2.73/3.32 亿元，同比增加 9.2%/16.3%/21.5%。

4.2 投资建议

估值方面，我们选取 A 股宠物用品赛道的天元宠物以及个护赛道的豪悦护理作为可比公司，2026 年参考可比公司一致预期平均 PE 为 22X，公司 2026 年估值为 17 倍，考虑到公司在宠物护垫细分赛道具备多维优势，如客户资源、渠道运营及生产规模优势等，同时公司先发布局海外产能并加速进行产业整合，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表42: 可比公司估值表

公司代码	简称	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利 (亿元)			PE		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E
301335.SZ	天元宠物	37.6	29.6	0.97	1.38	1.80	39	27	21
605009.SH	豪悦护理	67.0	31.1	3.19	4.00	4.81	21	17	14
	行业平均						30	22	17
001206.SZ	依依股份	46.6	25.2	2.35	2.73	3.32	20	17	14

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：可比公司的盈利预测来自 wind 一致预期，数据更新基于 2026 年 1 月 29 日收盘价

风险提示

原材料价格波动风险：若产品原材料价格大幅波动，而公司未能及时通过价格传导成本，可能会对盈利端造成影响；

国际贸易形式变化风险：公司业务结构中外销占比较高，若国际贸易环境发生变化，如关税等因素波动可能会对公司经营造成影响；

产能爬坡不及预期的风险：公司在海外投资建设生产基地，与国内产能形成全球化协同效应，如产能爬坡不及预期可能会影响业绩增长；

收购项目未能如期落地的风险：公司陆续进行产业链整合，如收购项目未能如期落地可能会对业绩增长性造成影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
			相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com