

2025 年 11 月 24 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

海外订单持续改善，收购高爷家开启协同成长第二曲线

——依依股份（001206.SZ）公司事件点评报告 买入（首次）事件

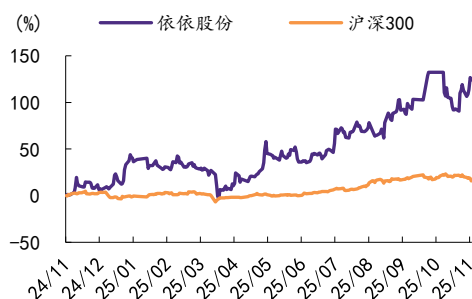
分析师：娄倩 S1050524070002
louqian@cfsc.com.cn

基本数据

2025-11-21

当前股价（元）	33.13
总市值（亿元）	61
总股本（百万股）	185
流通股本（百万股）	106
52 周价格范围（元）	14.93-34.85
日均成交额（百万元）	164.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

依依股份发布 2025 年第三季度财报。2025 年前三季度公司实现收入 13.06 亿元，同比减少 0.7%，净利润 1.57 亿元，同比增加 3.82%。单第三季度收入 4.18 亿元，同比减少 16.98%，净利润 0.54 亿元，同比减少 2.23%。

依依股份发布股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案，拟收购高爷家。2024 年高爷家实现收入 4.60 亿元、净利润 0.18 亿元，2023 年营业收入 3.02 亿元、净利润 0.03 亿元。

投资要点

■ 海外业务持续改善，盈利能力稳步提升。

受海外需求放缓和关税政策影响，公司部分订单流失导致第三季度增速出现下滑。尽管短期受外需减少和宏观政策因素扰动，但公司与亚马逊、沃尔玛等核心客户合作稳定。此外，伴随公司首个海外生产基地于 2025 年 5 月在柬埔寨投产，年产能达 2.7 亿片宠物垫，全球化供应链布局进一步强化。2025 年前三季度公司毛利率 20.12%，同比提升 0.55pct，归母净利率 12.02%，同比提升 0.55pct，单第三季度毛利率进一步提升至 22.57%，归母净利率提升至 13.05%。在原材料采购成本小幅回落、生产效率改善及成本控制到位的情况下，公司盈利能力保持稳步改善。期间费用率方面，2025 年前三季度为 5.53%，同比略增 0.23pct。其中销售费用率的上升主要系自主品牌推广力度提升，而财务费用率因利息收入增加同比下降。整体来看，公司在费用投入可控的前提下实现利润端改善，为后续业绩回升奠定基础。随着外需逐渐回暖，我们预计公司营收节奏将回归正常增速。

■ 拟收购高爷家，进军宠物“食品+用品”一体化领域。

公司近期公告拟全资收购高爷家，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。高爷家成立于 2018 年底，是国内新锐宠物主粮品牌之一。公司早期以益生菌粮切入主粮市场，随后进军猫砂领域，率先在国内自建“木薯

类”猫砂工厂，以“不粘底”为核心卖点，填补国内高端植物猫砂的空白，并实现猫砂品类爆款化。2025 年 618 期间，许翠花品牌位列天猫猫砂品牌第一，“高爷家”猫粮进入天猫猫狗食品榜单 TOP20。2024 年高爷家实现收入 4.60 亿元、净利润 0.18 亿元，2023 年营业收入 3.02 亿元、净利润 0.03 亿元，利润增速显著，预计 2025 年收入有望进一步提升。收购完成后，双方有望强强联合，实现工厂端与渠道端的多重协同。1) 生产制造一体化：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，但产能较需求相对落后，收购后公司可助力高爷家完善生产制造体系。2) 外销渠道协同：依依股份在海外渠道布局领先，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。3) 资金协同：依依股份资金实力雄厚，可为高爷家品牌推广及品类扩张提供支持，助力其由二线品牌向一线梯队迈进。

■ 强强联合形成协同效应，推动公司迈向第二成长阶段。

高爷家在产品设计与研发、品牌塑造和渠道运营方面优势明显，而依依股份具备规模化生产能力与稳定的产业链基础。双方结合后，依依股份可在工厂端的制造优势基础上叠加高爷家品牌与营销势能，公司将具备“研发+产品+供应链”的综合能力，在宠物消费领域占据优势地位。我们判断，此次收购将推动依依股份从生产制造迈向品牌与产品创新协同进步，进入第二个成长阶段。

■ 盈利预测

公司收购高爷家后将形成多重协同效应，开启第二成长阶段。暂不考虑收购影响，预测公司 2025-2027 年收入分别为 18.3、30.9、38.2 亿元，EPS 分别为 1.18、1.73、2.28 元，当前股价对应 PE 分别为 28.1、19.2、14.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

并购落地的不确定性，海外需求增速放缓，汇率波动加剧，国际贸易摩擦加剧。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,798	1,832	3,089	3,822
增长率（%）	34.4%	1.9%	68.6%	23.7%
归母净利润（百万元）	215	218	320	421
增长率（%）	108.3%	1.3%	46.6%	31.6%
摊薄每股收益（元）	1.16	1.18	1.73	2.28
ROE（%）	11.7%	11.3%	15.1%	17.7%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	1,798	1,832	3,089	3,822
现金及现金等价物	329	430	374	531	营业成本	1,543	1,487	2,582	3,162
应收款	363	361	550	607	营业税金及附加	16	15	22	31
存货	188	214	321	394	销售费用	32	31	46	54
其他流动资产	570	566	597	618	管理费用	51	51	67	69
流动资产合计	1,450	1,571	1,842	2,149	财务费用	-20	-20	-31	-36
非流动资产：					研发费用	20	16	25	31
金融类资产	511	511	511	511	费用合计	83	79	107	117
固定资产	569	545	534	518	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	13	17	18	16	公允价值变动	12	10	12	13
无形资产	47	50	52	55	投资收益	17	16	18	19
长期股权投资	45	45	45	45	营业利润	284	279	409	546
其他非流动资产	71	71	71	71	加：营业外收入	0	1	1	1
非流动资产合计	746	727	720	705	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2,195	2,299	2,562	2,854	利润总额	283	279	410	546
流动负债：					所得税费用	68	61	90	126
短期借款	0	0	0	0	净利润	215	218	320	421
应付账款、票据	285	288	357	394	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	57	57	57	57	归母净利润	215	218	320	421
流动负债合计	345	350	422	461					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	17	17	17	17	营业收入增长率	34.4%	1.9%	68.6%	23.7%
非流动负债合计	17	17	17	17	归母净利润增长率	108.3%	1.3%	46.6%	31.6%
负债合计	362	367	439	478	盈利能力				
所有者权益					毛利率	14.1%	18.9%	16.4%	17.3%
股本	185	185	185	185	四项费用/营收	4.6%	4.3%	3.5%	3.1%
股东权益	1,833	1,931	2,123	2,375	净利率	12.0%	11.9%	10.3%	11.0%
负债和所有者权益	2,195	2,299	2,562	2,854	ROE	11.7%	11.3%	15.1%	17.7%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	16.5%	16.0%	17.1%	16.8%
净利润	215	218	320	421	营运能力				
少数股东权益	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.8	1.2	1.3
折旧摊销	60	59	57	56	应收账款周转率	5.0	5.1	5.6	6.3
公允价值变动	12	10	12	13	存货周转率	8.2	7.0	8.1	8.1
营运资金变动	-64	-15	-255	-111	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	223	272	133	378	EPS	1.16	1.18	1.73	2.28
投资活动现金净流量	-50	21	10	18	P/E	28.5	28.1	19.2	14.6
筹资活动现金净流量	-71	-120	-128	-168	P/S	3.4	3.3	2.0	1.6
现金流量净额	101	173	15	228	P/B	3.3	3.2	2.9	2.6

资料来源：Wind、华鑫证券研究

农业轻纺组介绍

姜倩：农业轻纺首席分析师，中山大学学士，北京大学硕士，拥有 8 年从业经历，具备实体、一级、一级半、二级市场经验，擅长产业链视角和草根一线，2024 年 7 月入职华鑫证券研究所，覆盖农业轻纺板块，从全产业链角度深耕生猪、宠物、户外、娃娃研究。

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告仅供客户参考，不构成投资建议，不作为投资依据。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。