

路斯股份 (832419.BJ) 宠物消费热潮下，食品主粮业务构筑第二成长曲线

2023年06月28日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2023/6/27
当前股价(元)	6.61
一年最高最低(元)	6.91/5.03
总市值(亿元)	6.84
流通市值(亿元)	3.11
总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	0.47
近3个月换手率(%)	20.58

北交所研究团队
● 公司概况：2023Q1 净利润+165%，境内业务提至三成，大客户稳定合作

路斯股份专注宠物食品，拥有3个现代化工厂，主要包括肉干、罐头、饼干、洁牙骨四大类1000+品种。目前肉干营收占七成；罐头营收增长最快，2017-2022年CAGR 20%。路斯股份有5家子公司，拟设合资公司“柬埔寨路恒”；控股股东天成集团为山东鸭产业链龙头企业。2022年营收5.49亿元，七成为出口业务，国内业务近三年CAGR 38%；净利润规模0.43亿元。2023Q1营收同比增加24%，净利润规模同比增加165%。随着公司大力开拓主粮市场，4个新冻干仓投产，主粮二期生产线的建设，肉骨粉生产线放量，产能逐步释放有望带动业绩进一步提升。我们预计2023-2025年归母净利润为0.53/0.70/0.89亿元，EPS为0.51/0.67/0.86元/股，对应当前股价PE分别为12.4/9.5/7.4倍，同行业可比公司2022年PE均值31.7X，两家食品公司均值39.7X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业：全球宠物食品市场平均年增5.5%，2024年销售额或将达1150亿美元

宠物产业已形成食品、用品、繁育、训练、医疗等全面产业体系。人口老龄化、工作压力大、人均收入提升等共同促进行业不断发展。规模上，中国2022年宠物消费2,706亿元，2023年有望达4,723亿元，增速15%。2022年美国宠物市场销售额1,368亿美元，同比增加10.8%，其中宠物食品零食占比最高42.5%，581亿美元，同比增加16%。2020年欧洲宠物行业规模398亿美元。

● 亮点：工艺技术创新、核心客户稳定合作、募投扩产主粮

宠物主人关注爱宠健康成长、人宠互动，高端产品市场前景广阔。路斯股份注重研发，创新生产工艺、产品配方。五大客户为境外主流品牌商，多数已合作超十年，形成了长期稳定业务关系，具有较强客户资源壁垒。国内天猫、拼多多、抖音自营店与线下商超、渠道商共同推动自有品牌建设。募投的主粮项目的建设将实现生产集成化和一体化，提高企业成本优势和配置效率，扩大生产能力，提升周转速度，提高产品质量，进一步提升企业知名度和市场占有率。

● 风险提示：产品开拓风险、行业增速下降风险、主要客户集中度较高风险
财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	459	549	696	873	1,075
YOY(%)	8.2	19.6	26.7	25.6	23.1
归母净利润(百万元)	30	43	53	70	89
YOY(%)	-21.6	41.9	23.5	31.0	27.7
毛利率(%)	16.5	15.2	16.6	16.9	16.4
净利率(%)	6.6	7.9	7.7	8.0	8.3
ROE(%)	9.8	10.0	11.2	12.8	14.2
EPS(摊薄/元)	0.29	0.42	0.51	0.67	0.86
P/E(倍)	21.7	15.3	12.4	9.5	7.4
P/B(倍)	2.2	1.6	1.4	1.2	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司概况：2023Q1 净利润+165%，境内业务提升至三成	5
1.1、 产品梳理：肉干产品营收占比超七成，罐头近三年 CAGR 超 20%.....	5
1.2、 发展历程：鸭产业龙头天成集团控股，山东“专精特新”中小企业	8
1.3、 商业模式：境外 OEM 模式，境内业务增长快 2022 年营收+140.87%.....	11
1.4、 财务分析：2023Q1 营收+24%，存货周转率稳定提升至 4.66 次	13
2、 行业：全球宠物食品市场平均年增长率 5.5%	17
2.1、 概念解析：宠物结构中猫狗超过 50%，近年宠物猫数量不断攀升	17
2.2、 行业发展：中国宠物行业始于 1992 年，2010 年进入高速发展期.....	18
2.3、 市场规模：2024 年全球宠物食品销售额或将达到 1,150 亿美元.....	20
2.3.1、 中国：2022 年宠物消费 2706 亿，食品占一半，本土企业逐步收复主粮市场	21
2.3.2、 美国：2025 年狗粮消费有望达 292.41 亿美元，猫粮消费有望 125.78 亿美元	22
2.3.3、 欧洲：2020 年总规模 397 亿美元，其中俄罗斯市场较大，年增速 8-10%	23
2.3.4、 日本：偏好小型犬，2021 年规模 16,257 亿日元，猫粮占比过半	25
2.4、 竞争格局：路斯股份近年净利率位列第一，费用管理较严格.....	26
3、 亮点：工艺技术创新、核心客户稳定合作、募投扩产主粮.....	30
3.1、 创新性：研发特色产品，开发创新性生产工艺和加工技术	30
3.2、 客户壁垒：五大客户最早 2005 年开始合作，2022 年合计占比 38%.....	31
3.3、 募投项目：达产后年产犬粮 1.8 万吨，猫粮 1.2 万吨.....	33
4、 估值与对比：公司 PE 2022 为 16.5X，低于可比公司均值	33
5、 风险提示	34
附：财务预测摘要	35

图表目录

图 1： 肉干产品包含鸡肉、鸭肉等，可以分为犬粮、猫粮两个大类.....	5
图 2： 宠物罐头主要包含鸡肉、鸭肉谷类、植物淀粉等，可以分为犬用罐头、猫罐头两个大类	6
图 3： 宠物饼干主要包含玉米粉、麦麸、棕榈油、鸡肉等.....	6
图 4： 宠物洁牙骨通过物理摩擦帮助宠物清洁牙齿.....	7
图 5： 肉干产品营收保持稳定增长（万元）	7
图 6： 罐头营收增长最快，2017-2022 年 CAGR 超 20%.....	7
图 7： 罐头、鸭骨粉产品营收占比提升较多.....	7
图 8： 肉干产品营收占比超过七成	7
图 9： 洁牙骨毛利率最高，饼干与肉干类毛利率相对稳定.....	8
图 10： 路斯股份于 2015 年新三板挂牌，2022 年北交所上市	8
图 11： 路斯股份目前拥有员工 1691 人（人）	9
图 12： 生产人员占比八成（人）	9
图 13： 控股股东为鸭产业链龙头企业天成集团，实际控制人为郭洪谦、郭百礼父子	10
图 14： 2022 年境内业务营收有大幅上升（万元）	11
图 15： 境内增长速度较大，2022 年营收+140.87%.....	11
图 16： 2022 年境外营收占比有所下降	12
图 17： 境外业务毛利率略微下降	12
图 18： 境外以 OEM 为主，境内销售分为线上和线下渠道.....	12

图 19: 线下渠道为公司的主要销售渠道	13
图 20: 国内业务线下渠道商占比最大, 约 72.52%	13
图 21: 2017-2022 年营收年复合增长率为 12.08%	14
图 22: 时间分布上, 第四季度营收占比较高	14
图 23: 路斯股份的直接材料在成本中占比七成	14
图 24: 鸡肉、鸭肉等原料在直接材料中占比过半	14
图 25: 2022 年归母净利润规模达到 4313.22 万元	15
图 26: 2022 年净利率出现小幅回升, 为 7.94%	15
图 27: 期间费用率从 2015 年开始逐年下降	16
图 28: 路斯股份的销售费用 2020 年后回升	16
图 29: 2022 年存货周转率 4.66 次	16
图 30: 总资产周转率波动上升	16
图 31: 宠物狗和宠物猫占据绝大部分市场	17
图 32: 城镇犬数量回落至 2020 年水平	17
图 33: 猫数量创新高 2022 年 6536 万只	17
图 34: 与宠物相关的产品与服务共同形成蓬勃发展的宠物产业	18
图 35: 发达国家的行业协会与管理部门发展较为成熟	19
图 36: 美国宠物产业起步于 20 世纪 50 年代, 可以划分为 4 个发展阶段	19
图 37: 中国现代意义上的宠物行业始于 20 世纪 90 年代	20
图 38: 路斯股份的境外销售市场中欧洲市场占比最高, 主要为德国、俄罗斯、芬兰	20
图 39: 多方位因素推动宠物行业新型服务涌现, 行业规模上升	21
图 40: 2022 年城镇宠物消费市场规模达到 2706 亿元 (亿元)	22
图 41: 宠物食品类合计占比接近行业一半	22
图 42: 2022 年食品类消费规模约 1315.12 亿元	22
图 43: 宠物食品和零食支出在总市场销售额中占比最高, 为 42.5%	23
图 44: 2025 年美国狗粮消费或可提升至 292.41 亿美元	23
图 45: 2019 年欧洲宠物猫数量增加 2.5% (万只)	24
图 46: 俄罗斯的宠物狗数量最多 (万只)	24
图 47: 2019 年俄罗斯宠物食品市场规模为 30.5 亿美元, 2020 年为 31.8 亿美元	24
图 48: 德国有 66% 的家庭养宠物	25
图 49: 德国宠物食品市场总宠物湿粮占比最高 55%	25
图 50: 2021 年日本宠物行业市场规模 16,257 亿日元	25
图 51: 猫粮行业规模最大, 占比过半	25
图 52: 中宠股份 2020-2021 年主粮产量增长速度在 60% 以上	27
图 53: 佩蒂股份出口比例最高	27
图 54: 中宠股份与路斯股份近年出口业务增速有所下降	27
图 55: 可比公司整体毛利率有所下滑	28
图 56: 路斯股份净利率位于可比公司第二	28
图 57: 白羽肉鸡的最近两年的价格在 7-10 元/千克中波动	28
图 58: 路斯股份鸡肉采购价 2019 年后回落 (元/千克)	29
图 59: 中宠股份采购价格 2019 年后有所回落 (元/千克)	29
图 60: 美元兑人民币价格 2017 年至 2018 年与 2020 年 7 月至 2022 年 3 月下降	29
图 61: 路斯股份期间费用率仅次于源飞宠物	30
图 62: 近年路斯股份的研发费用率为可比公司首位	30
图 63: 2022 年向五大客户销售金额占比 38.38%	32

表 1: 公司高级管理人员由 6 人组成, 经验丰富.....	9
表 2: 路斯股份拥有 4 家全资子公司、1 家控股子公司.....	10
表 3: 路斯股份与不同平台合作的方式与收费模式有所不同.....	13
表 4: 宠物食品可以分为主粮、零食、保健品三个大类.....	18
表 5: 选取中宠股份、佩蒂股份作为路斯股份同行业可比公司.....	26
表 6: 路斯股份创新开发产品配方, 满足消费升级对宠物食品的功能提出的更高的要求.....	30
表 7: 自主研发各项创新性生产工艺和加工技术.....	31
表 8: 路斯股份与核心客户合作稳定, 具有较强客户资源壁垒.....	31
表 9: 募投项目资金已使用 61.64%, 预计 2023 年使用完毕 (金额: 万元).....	33
表 10: 路斯股份 PE 估值低于同行业可比公司估值.....	34

1、公司概况：2023Q1 净利润+165%，境内业务提升至三成

1.1、产品梳理：肉干产品营收占比超七成，罐头近三年 CAGR 超 20%

路斯股份专注宠物食品的生产与销售。经过多年的发展与技术积累，产品种类不断丰富，生产规模不断扩大，已成为国内宠物食品行业具有较大规模和影响力的企业之一。

宠物食品为经工业化加工和制作的、用以饲喂宠物的食品，主要可分为：宠物主粮、宠物零食和宠物保健品等。目前路斯股份的主要产品包括肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨四大类，主要属于宠物零食的一种细分产品。

肉干产品常作为宠物的主粮以及零食。主要成分为鸡肉、鸭肉，营养钙奶骨，不饱和脂肪酸（欧米茄-3、欧米茄-6），维生素 A、C、D、E、K、B1、B2、B12，天然植物提取物微量元素锌、磷、镁、钾、钠等。

图1：肉干产品包含鸡肉、鸭肉等，可以分为犬粮、猫粮两大类



资料来源：公司官网、京东路斯新城专卖店、开源证券研究所

宠物罐头主要用作宠物零食与湿粮主粮，主要成分为鸡肉、鸭肉、谷类、植物淀粉、营养增强剂（Ca、P、Fe 类营养来源物质）、低聚果糖、不饱和脂肪酸（欧米茄-3、欧米茄-6）、绿茶提取物、益生菌、维生素类（A、B2、B3、B5、B12、C、D3、E）等。

图2：宠物罐头主要包含鸡肉、鸭肉谷类、植物淀粉等，可以分为犬用罐头、猫罐头两大类



资料来源：公司官网、开源证券研究所

宠物饼干主要作为硬饼干基础的膳食补充剂，属于宠物休闲零食，干硬的质地有助于清洁狗的牙齿，促进口腔健康。主要成分为玉米粉、麦麸、发酵豆粕（益生肽）、棕榈油、鸡肉、白砂糖、大豆卵磷脂、黄酮、绿茶提取物、鱼肝油、食盐、复合营养素（乳酸锌、碳酸钙、泛酸钙、维生素 A、B1、B2）等。

图3：宠物饼干主要包含玉米粉、麦麸、棕榈油、鸡肉等



资料来源：公司官网

宠物洁牙骨主要用于帮助宠物清洁牙齿，给宠物喂食洁齿骨，宠物在咀嚼洁齿骨的时候，通过物理摩擦，将粘附在牙齿上的一些污垢摩擦蹭掉，从而起到清洁牙齿的作用。路斯股份的洁牙骨产品主要成分为玉米淀粉，大豆分离蛋白，碳酸钙，鸡肝粉，叶绿素，硫酸软骨素，胡萝卜粉，维生素 A、E、Ca、P、Fe 等。

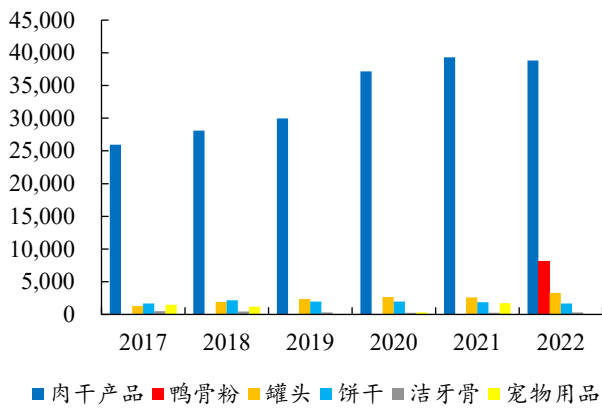
图4：宠物洁牙骨通过物理摩擦帮助宠物清洁牙齿



资料来源：公司官网

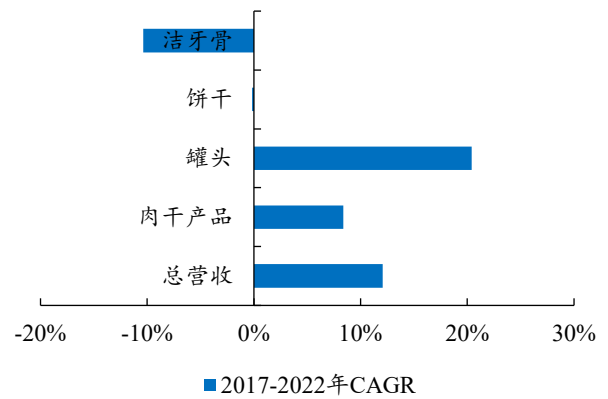
从不同产品类型的营收发展上来看，肉干产品保持稳定增长，罐头类增长最快，2017-2022年CAGR最高，达到20.40%。

图5：肉干产品营收保持稳定增长（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

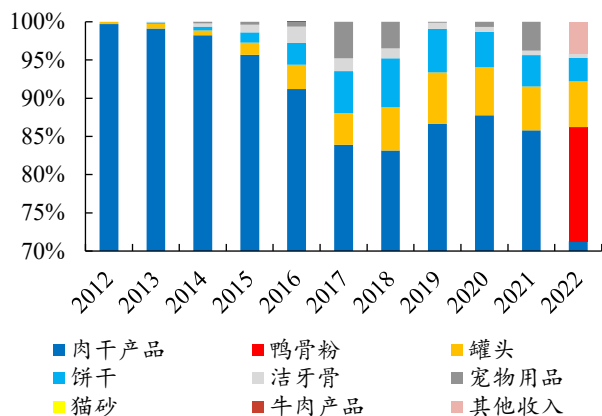
图6：罐头营收增长最快，2017-2022年CAGR超20%



数据来源：Wind、开源证券研究所

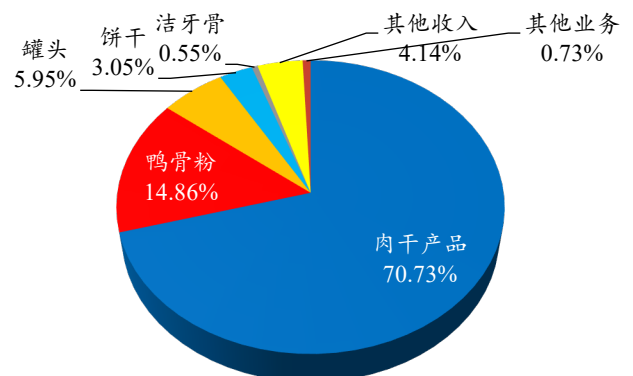
产品结构变化上来看，肉干产品的营收占比存在下降趋势，但是目前仍然是路斯股份的主要收入来源，2022年占比仍然超过七成；其次是鸭骨粉的14.86%；罐头的营收占比逐年稳定上升，2022年提升至5.95%。

图7：罐头、鸭骨粉产品营收占比提升较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

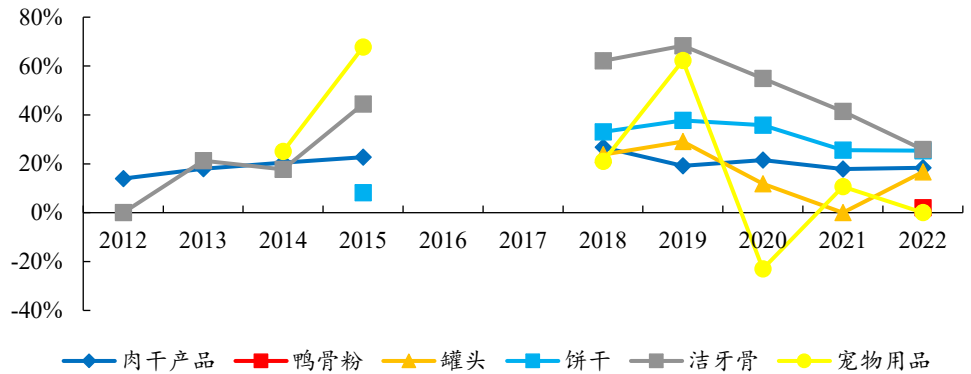
图8：肉干产品营收占比超过七成



数据来源：Wind、开源证券研究所

细分产品盈利能力表现来看，饼干与肉干类产品毛利率居中，但是表现稳定，肉干产品基本在 20% 上下波动，饼干毛利率则在 25%-37% 之间浮动；洁牙骨产品毛利率较高，2019 年达到最高点 68.32%，近年有所回落，2022 年毛利率为 25.84%；宠物用品毛利率波动较大，2015 年达到最高位 67.80%；2022 年营收增长较大的鸭骨粉产品毛利率相对较低。

图9：洁牙骨毛利率最高，饼干与肉干类毛利率相对稳定

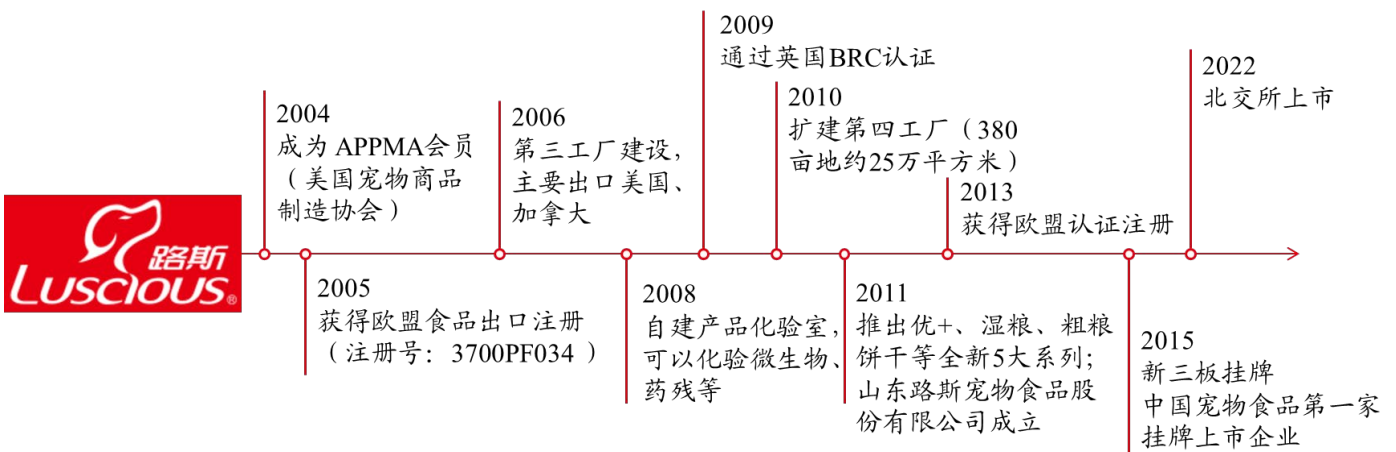


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、发展历程：鸭产业龙头天成集团控股，山东“专精特新”中小企业

路斯股份是集生产、加工、销售为一体的宠物食品专业公司，成立于 2011 年 8 月 10 日，于 2015 年 5 月 19 日开始在新三板挂牌。

图10：路斯股份于 2015 年新三板挂牌，2022 年北交所上市



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司自成立以来一直专注于宠物食品领域的研究，不断对宠物食品的生产工艺和配方进行优化升级，产品主要为宠物用主粮、肉干、罐头、饼干、洁牙骨、肉粉等系列 1000 多个品种。

路斯股份拥有 3 个现代化工厂，下设 7 个高标准加工车间，1 个市级技术研发中心。新投入的冻干仓 4 个已投产，年产可达 1200 吨，主粮项目二期时产 5 吨主粮生产线。计划建设辐照加工中心 1 座，购置电子加速器辐照系统 2 套，建成后宠物食

品年辐照可达3万吨。

目前路斯股份拥有员工1691人，其中生产人员1375人，占比约八成；近年的销售人员略有下降，2016年104人下降至2022年92人；技术人员扩招较多，2016年27人攀升至2022年的142人。

图11：路斯股份目前拥有员工1691人（人）

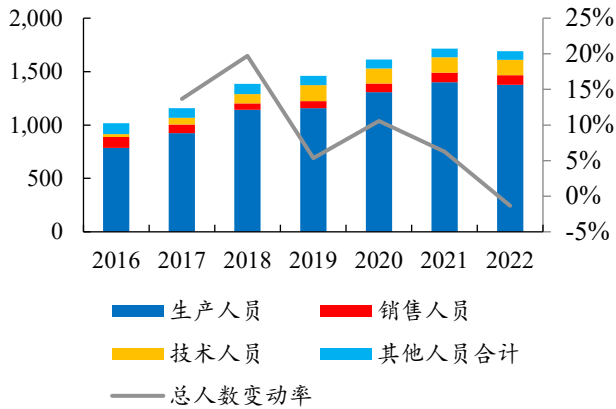
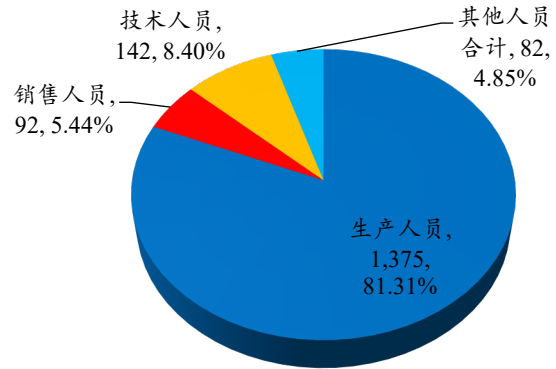


图12：生产人员占比八成（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

公司立足于国际市场并积极开发国内市场，建立和完善高标准的生产质量管理体系。公司具备完善的质量控制体系，从源头原辅材料到产品出厂，实现各环节检测、监控，有效保障了产品质量，先后通过ISO9001质量体系认证、FSSC22000食品安全体系认证、IFS食品供应商质量体系认证、BRC全球食品安全标准认证、GMP良好操作规范体系验证、欧盟食品出口注册、美国FDA食品认证等。

公司高级管理人员由6人组成，各在生产、外销、会计等领域深耕多年，经验丰富。

表1：公司高级管理人员由6人组成，经验丰富

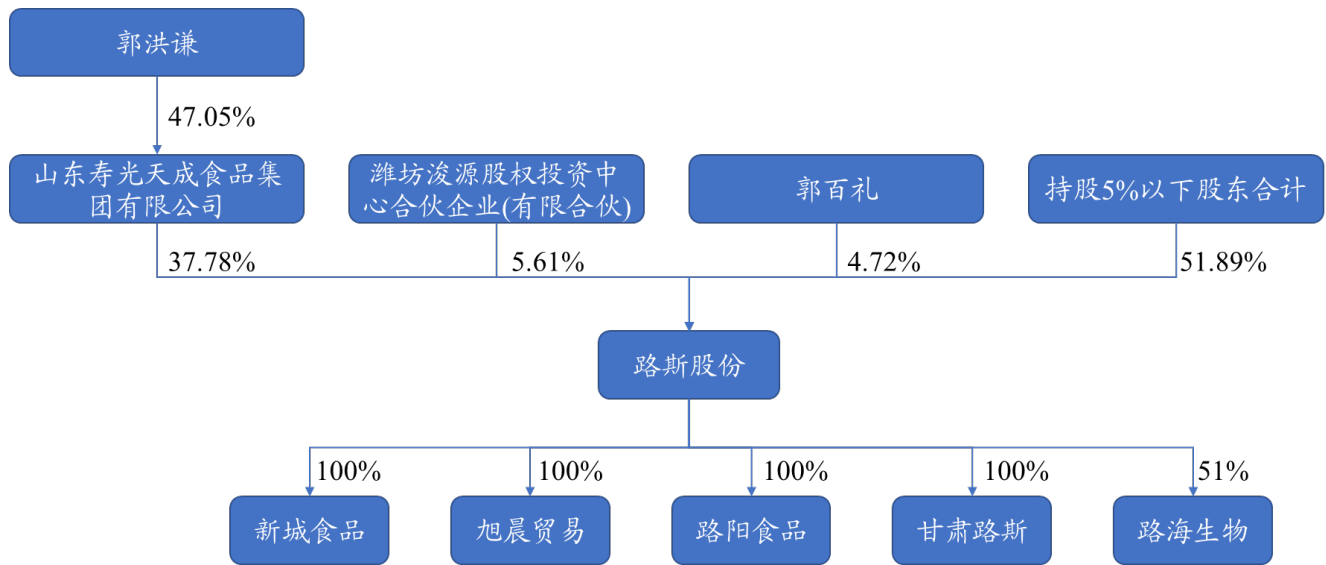
职位	姓名	持股（万股）	股份占比	简历
总经理	孙洪学	86.92	0.84%	男，1980年出生。2004年1月至2004年9月任职于哈尔滨正大集团，任生产部生加工主任及计划科主任；2004年10月至2005年9月任职于烟台利昌食品有限公司，任销售经理；2005年10月任职于寿光市新城食品有限公司；2011年8月至今任职于山东路斯宠物食品股份有限公司。现任公司职工监事、内销部总监。
	李海清	34.08	0.33%	男，1963年出生，2000年2月至2012年6月，历任新城食品采购经理、车间主任、生产经理职务；2012年6月至今，任公司生产经理；2017年6月至今，任公司副总经理。
	孙艳平	44.14	0.43%	女，1980年出生。2002年10月至2005年3月，任寿光金鹏玩具有限公司出口部业务员；2005年3月至2009年6月，任公司外销部业务主管；2009年6月至今，任公司外销部经理；2017年6月至今，任公司副总经理。
副总经理	郑保永	31.14	0.30%	男，1973年出生，中共党员。1990年5月至1997年1月，任山东寿光后张种鸡厂孵化车间主任；1997年1月至2010年1月，历任寿光天健化工有限公司车间主任，生产经理，副总经理，总经理；2010年1月至2011年1月，任泗水圣昌特种纸有限公司副总经理；2012年1月至2015年2月，任寿光天成饲料有限公司总经理；2016年2月至2017年6月，任山东乾德生物有限公司副总经理；2017年6月至今，历任公司后勤部经理，副总经理。
	郭百磊	51.83	0.50%	男，1984年8月出生。2006年11月至2012年3月，任山东寿光天成食品集团有限公司

职位	姓名	持股 (万股)	股份占比	简历
				财务主管;2012年3月至2017年6月,历任公司财务经理、财务总监;2017年6月至2018年9月,个体经营;2018年9月至2020年6月,历任公司采购经理、采购总监;2020年6月至今,任公司副总经理。
	李东昌	-	-	男,1971年6月出生。1994年2月至2001年8月,任寿光市第二食品工业公司车间主任;2001年8月至2010年9月,任寿光市天成食品有限公司车间主任;2010年9月至2023年1月,历任山东寿光天成食品集团有限公司安全部经理、副总监、总监。
董秘 财务负责人	寇兴刚	55.41	0.54%	男,1976年出生。2000年1月至2005年5月任职于寿光鲁东会计师事务所,2005年5月至2008年10月任职于山东正德会计师事务所;2008年10月至2010年10月任职于寿光市天成食品有限公司;2010年10月至2014年11月任职于山东寿光天成食品集团有限公司;2014年11月至今,任公司董事会秘书;2017年6月至今,任公司财务总监。

资料来源: Wind、开源证券研究所

股权结构上,公司控股股东为天成集团,实际控制人为郭洪谦、郭百礼父子。大股东天成集团创建于1980年,是一家以樱桃谷肉鸭和宠物食品加工产业为主,集饲料加工、兽药生产、种鸭饲养、雏鸭孵化、商品鸭标准化养殖、肉鸭宰杀加工、宠物食品加工、果蔬种植加工、面米食品加工、钢结构工程和房地产开发于一体、产业化配套成龙的现代多元化农牧企业集团,是山东潍坊鸭产业链上的龙头企业,农业产业化国家重点龙头企业。

图13: 控股股东为鸭产业链龙头企业天成集团,实际控制人为郭洪谦、郭百礼父子



数据来源: Wind、开源证券研究所

路斯股份拥有4家全资子公司新城食品、旭晨贸易、路阳食品、甘肃路斯,1家控股子公司路海生物,没有单个子公司的净利润或单个参股公司的投资收益对公司净利润影响达10%以上。

表2: 路斯股份拥有4家全资子公司、1家控股子公司

子公司名称	成立时间	主要业务
新城食品	2004年4月12日	销售宠物食品
旭晨贸易	2013年1月30日	销售宠物食品
路阳食品	2021年8月19日	生产宠物食品

子公司名称	成立时间	主要业务
甘肃路斯	2015年5月27日	生产、销售宠物食品
路海生物	2021年8月23日	生产、销售肉骨粉

资料来源：2022年年度报告、开源证券研究所

根据公司公告披露，为进一步优化产能布局，加快拓展国际市场，发挥合资各方优势，路斯股份拟与温州锦恒宠物用品有限公司在柬埔寨西哈努克省设立合资公司“CAMBODIA LUHENG PET FOOD CO.,LTD.”，简称“柬埔寨路恒”，合资公司注册资本拟定为300万美元，其中：路斯股份以自有货币资金出资153万美元，占出资比例的51%；温州锦恒以自有货币资金出资147万美元，占出资比例的49%。合资公司柬埔寨路恒的经营范围为研发、生产、销售宠物食品；经营设备进出口、货物进出口业务。

柬埔寨路恒设立后将作为项目公司建设“年产3,000吨宠物食品项目”，该项目拟租用柬埔寨当地现有厂房约1万平方米，建设期预计为1年，达产期预计为2年。项目总投资预计为285.65万美元，资金来源为项目公司自有资金。项目产能规模为达产年可生产宠物零食3,000吨。

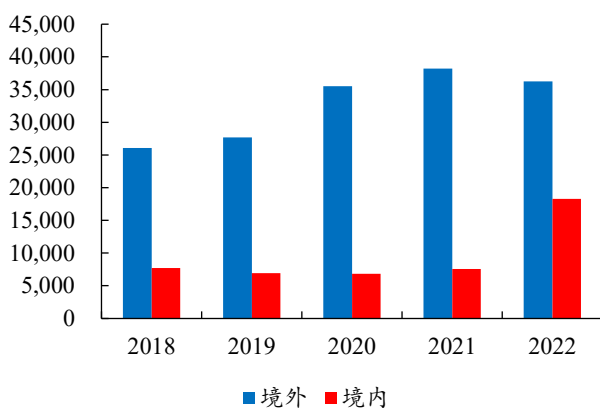
1.3、商业模式：境外 OEM 模式，境内业务增长快 2022 年营收+140.87%

采购模式：公司所有采购物资可划分为原材料、辅料、包装材料、设备与配件及其他物资五大类。主要原材料为鸡肉、鸭肉、牛肉、淀粉、蔬菜等农副产品，市场供应都较为充裕。

销售模式：公司产品以出口为主，国内销售为辅。开拓国外市场的主要方式为网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等；同时，公司也通过参加国内展会、投放广告、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式积极开拓国内市场。

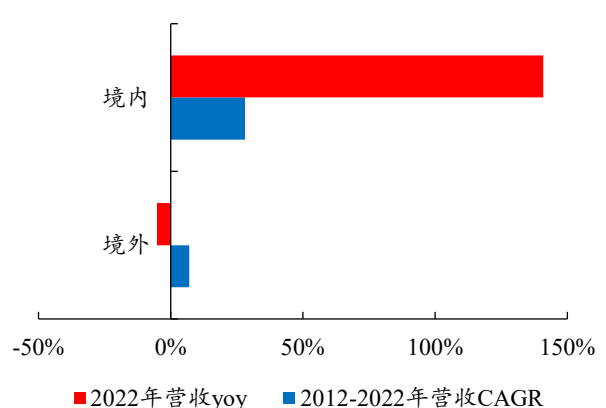
路斯股份的境外营收规模明显高于境内部分，但是从增长率来看，境内模块增长速度更大，十年的年复合增长率为 28.05%，2022 年增长幅度最大，同比增长 140.87%，境内营收规模突破 1.8 亿。

图14：2022 年境内业务营收有大幅上升（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：境内增长速度较大，2022 年营收+140.87%



数据来源：Wind、开源证券研究所

营收占比上,随着境内营收规模的逐步发展,境外占比在 2012-2015 年缓慢下降,2015-2020 年境外业务发展较好,逐年增长稳定,占比随之缓慢回升,2022 年境内业务大幅增长,境外业务下滑 5.17%,占比下降至 66.47%。

公司销售往境外的产品毛利率略微下滑,国内业务毛利率波动较大,2018 年最高为 30.95%;2022 年国内业务毛利率为 7.49%,境外业务毛利率为 19.59%。

图16: 2022 年境外营收占比有所下降

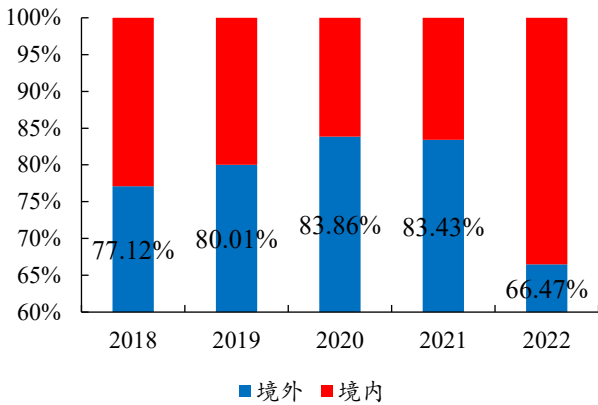
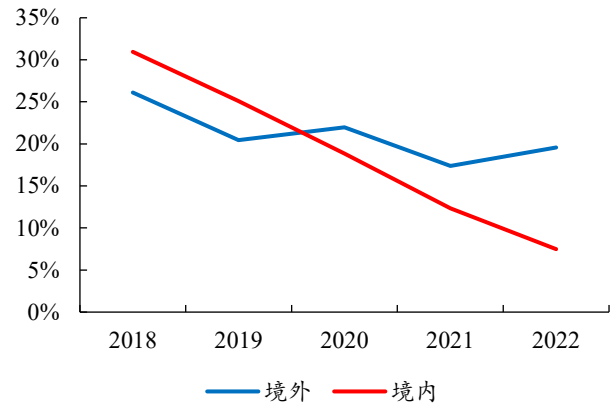


图17: 境外业务毛利率略微下降



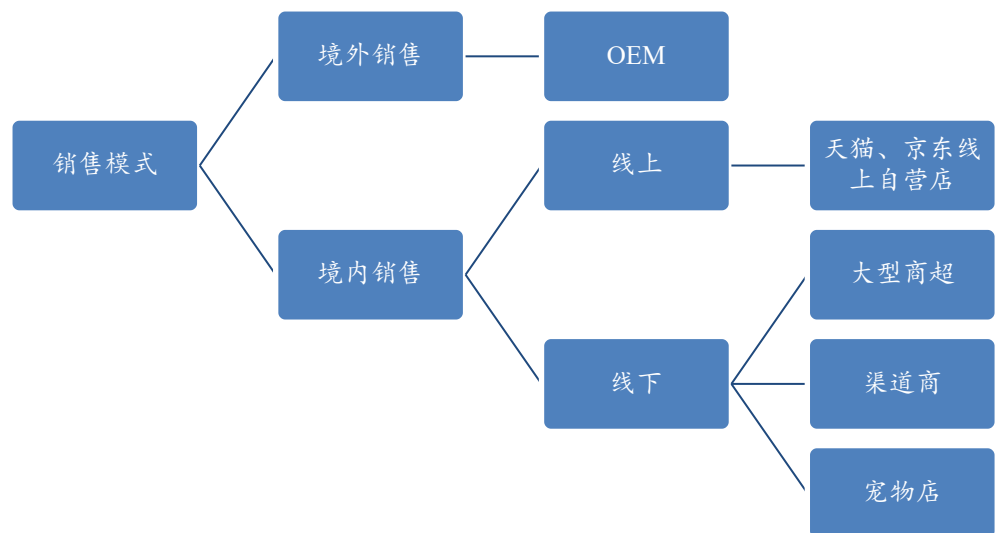
数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

产品的出口销售模式以 OEM 为主。欧美等发达国家和地区的宠物食品市场发展较为成熟,大型品牌商已树立了牢固的品牌形象,并占据了大部分市场份额,对于新进品牌来说,开拓市场的营销成本和风险相对较高,因此,路斯股份主要通过当地的知名厂商进行合作,以 OEM 方式进入当地市场。公司产品主要出口到德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等国家。

对国内市场的销售,具体可分为线上和线下销售两种渠道。线上销售渠道主要通过天猫、京东等平台开设线上自营店,推广路斯品牌以及进行产品销售。线下销售渠道主要是通过线下实体店推销路斯产品。

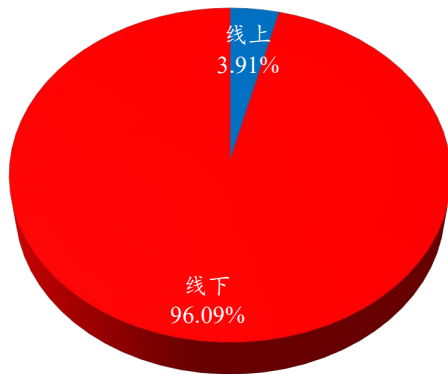
图18: 境外以 OEM 为主,境内销售分为线上和线下渠道



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

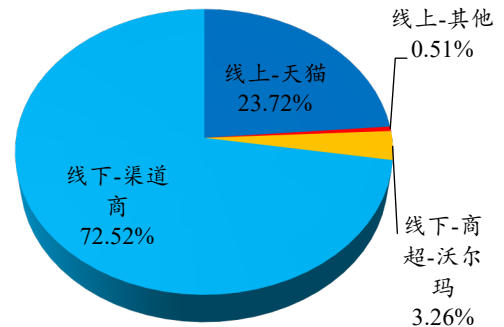
线下渠道为公司的主要销售渠道，2020年的线下渠道营收占比高达96.09%。公司国内业务的销售收入中，线下渠道整体占比约3/4，其中主要为渠道商收入，在总体国内业务收入中占比72.52%；线上渠道主要来自天猫平台，占比23.72%。

图19：线下渠道为公司的主要销售渠道



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图20：国内业务线下渠道商占比最大，约72.52%



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

路斯股份的国内业务与天猫、京东、小红书、抖音等不同线上平台合作销售与推广，具体方式与收费模式也有所不同。

表3：路斯股份与不同平台合作的方式与收费模式有所不同

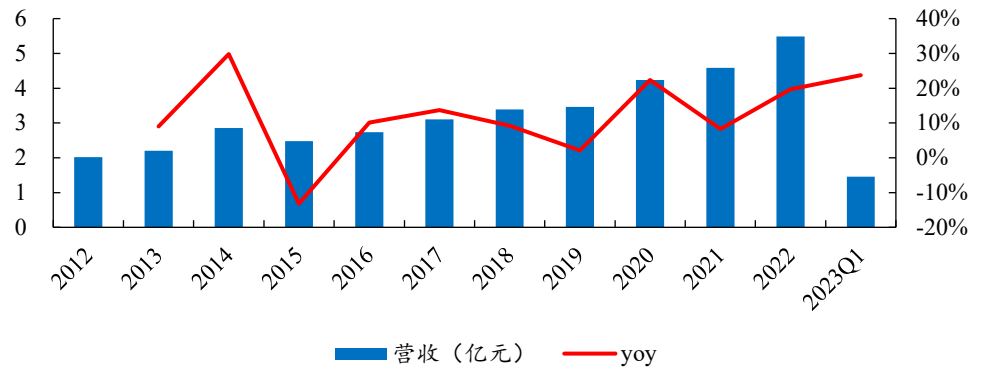
平台名称	合作方式	主要费用	具体服务内容	收费方式
天猫/京东/拼多多/抖音/小红书	公司使用电商平台销售产品，并支付平台服务费	平台服务费	交易对象的搜索及定位技术、交易目标的设定与匹配、交易流程的自助管理、交易款项的代收代付以及与此有关的互联网软件服务	每笔订单按实收金额的2.5%-5%(天猫); 12,000/年+每笔订单按实收金额的3.5%(京东)
	公司使用电商平台资源推广产品，并支付推广费	线上销售推广费	广告推送、设立钻石展位等进行线上推广	每笔订单按实收金额的5%(小红书); 每笔订单按实收金额的5%(抖音); 每笔订单按实收金额的0.6%(拼多多)
淘宝	公司使用相关软件推广产品，并支付软件使用费	软件使用费	通过淘宝客、一淘等推广软件，进行产品的推广及曝光	按商品成交金额*预设比例进行软件使用费结算

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.4、财务分析：2023Q1 营收+24%，存货周转率稳定提升至 4.66 次

营收能力：2016年以后公司营收呈现稳定增长态势，2017-2022年的营收年复合增长率为12.08%，2022年营收达到5.49亿元，同比增长19.65%，2023Q1营收同比增加23.75%。

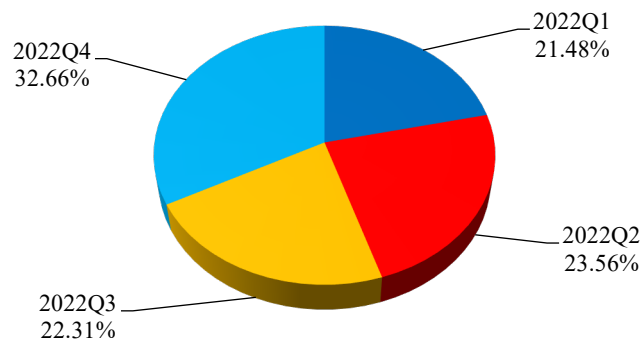
图21：2017-2022 年营收年复合增长率为 12.08%



数据来源：Wind、开源证券研究所

时间分布上，路斯股份的营收在第四季度的比例较大，2022 年第四季度的营收占比达到 32.66%，第一季度营收占比最小。

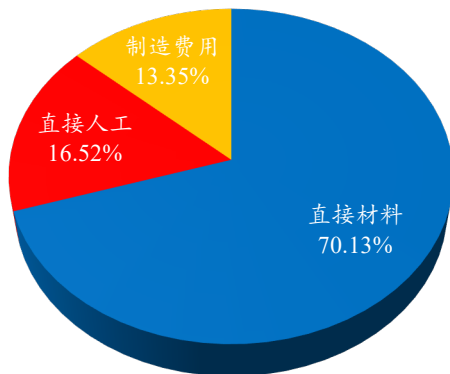
图22：时间分布上，第四季度营收占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

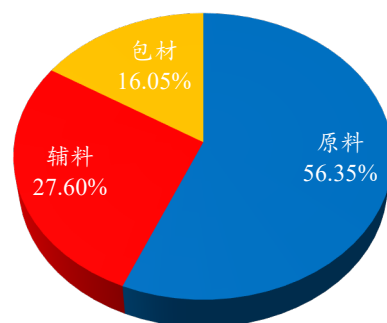
成本细分类上，直接材料占比约七成；直接材料细分类中原料占比 56.35%，主要由鸡肉、鸭肉等禽肉组成。

图23：路斯股份的直接材料在成本中占比七成



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

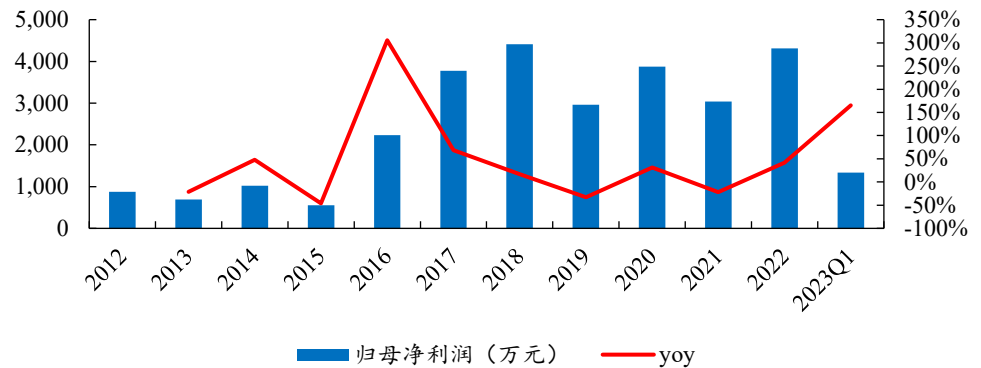
图24：鸡肉、鸭肉等原料在直接材料中占比过半



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

盈利能力:公司归母净利润规模在 2015-2018 年增长速度较快,此后在 3000-4500 万元之间波动。

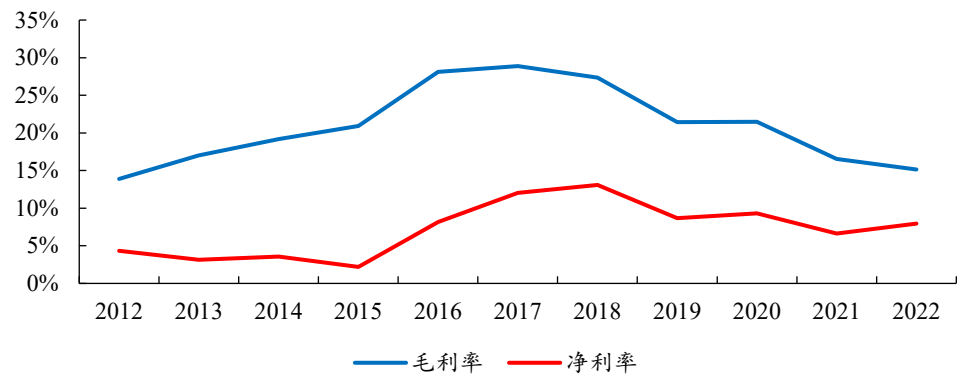
图25: 2022 年归母净利润规模达到 4313.22 万元



数据来源: Wind、开源证券研究所

毛利率在 2016 年之前为上涨趋势,后进入平稳阶段,2018 年以后出现略微下滑,2022 年的毛利率为 15.16%。从净利率来看,2015-2018 年区间有明显上升,2018 年以后基本保持平稳,2022 年出现小幅上扬,为 7.94%。

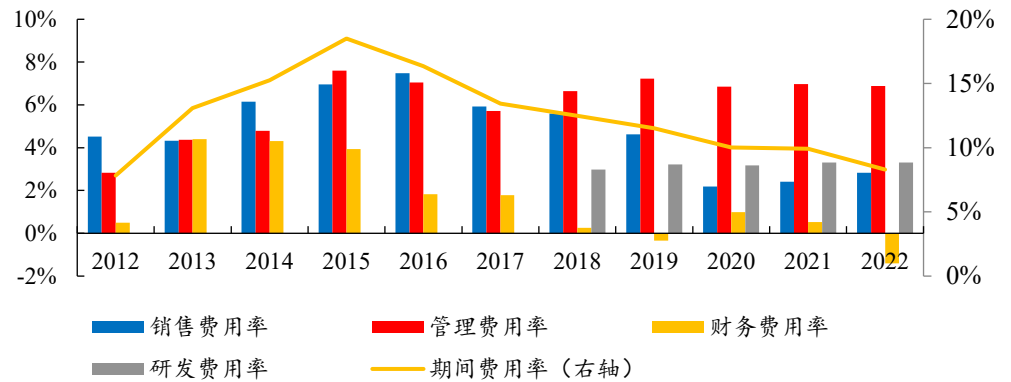
图26: 2022 年净利率出现小幅回升, 为 7.94%



数据来源: Wind、开源证券研究所

路斯股份对费用的控制较严格,自 2015 年期间费用率逐年下降,主要由于营收规模的增长,以及销售费用率的下降;管理费用率与研发费用率基本保持平稳,2022 年分别为 6.88%、3.31%。

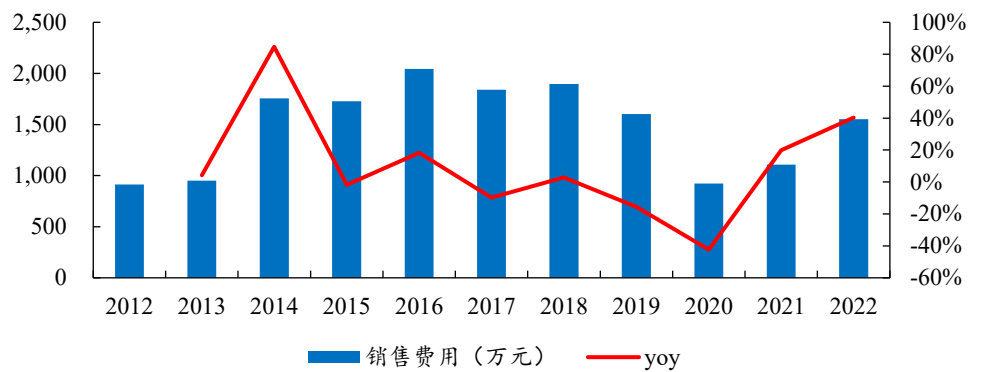
图27：期间费用率从2015年开始逐年下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

路斯股份2014年至2019年的销售费用基本保持稳中有降，2020年至今有一定程度的回升，2022年销售费用率为2.83%。

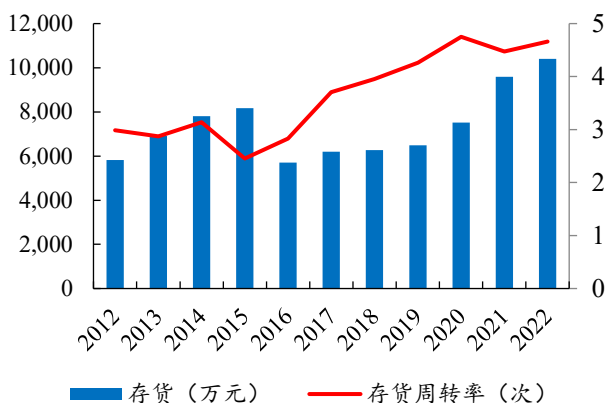
图28：路斯股份的销售费用2020年后回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

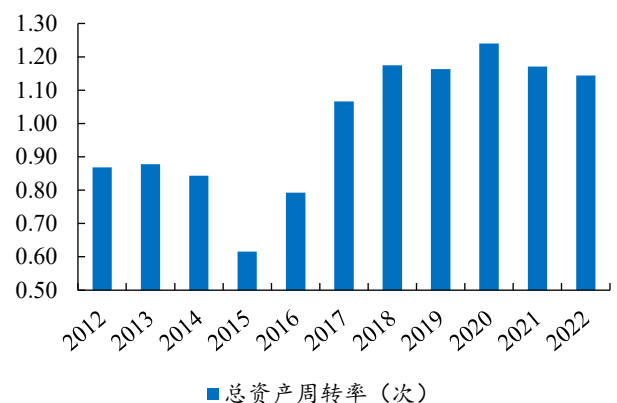
营运能力：存货周转方面，路斯股份2016年以后存货有上升趋势，同时存货周转率也在稳步提升，2022年达到4.66次。总资产周转率在2017年以后进入波动上升，2022年为1.14次。

图29：2022年存货周转率4.66次



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：总资产周转率波动上升



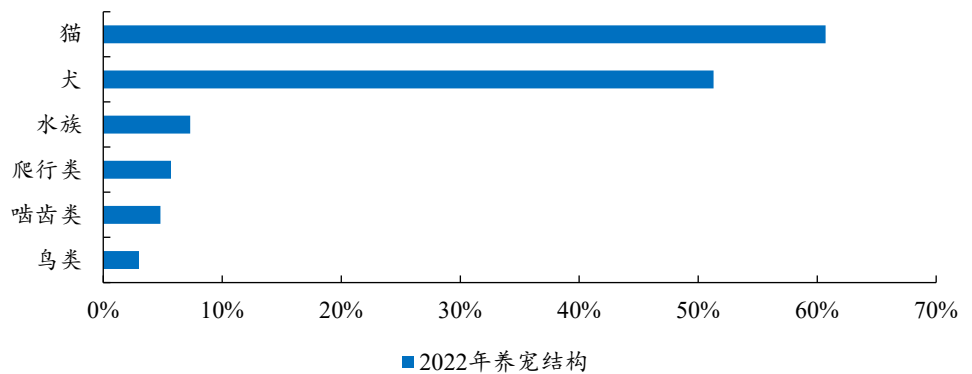
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、行业：全球宠物食品市场平均年增长率 5.5%

2.1、概念解析：宠物结构中猫狗超过 50%，近年宠物猫数量不断攀升

宠物一般是指家庭饲养的、作为伴侣动物的犬和猫等动物。其中，宠物狗和宠物猫在家庭拥有率、规模还是消费者偏好方面都占据着绝大部分市场。

图31：宠物狗和宠物猫占据绝大部分市场



数据来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》、开源证券研究所

城镇犬数量近年数量不断波动，2022年回落至2020年水平；城镇猫数量逐年上升，2022年数量创新高，达到6536万只，同比增长12.57%。

图32：城镇犬数量回落至2020年水平

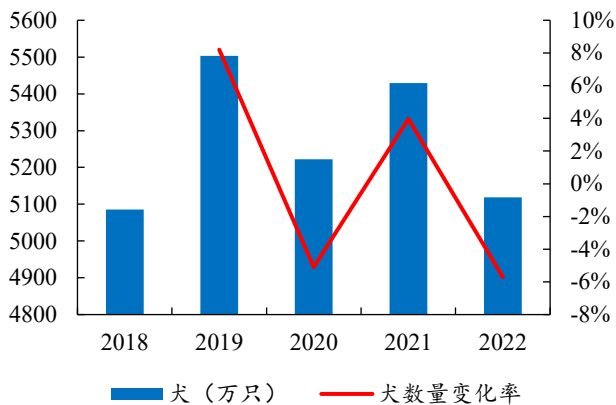
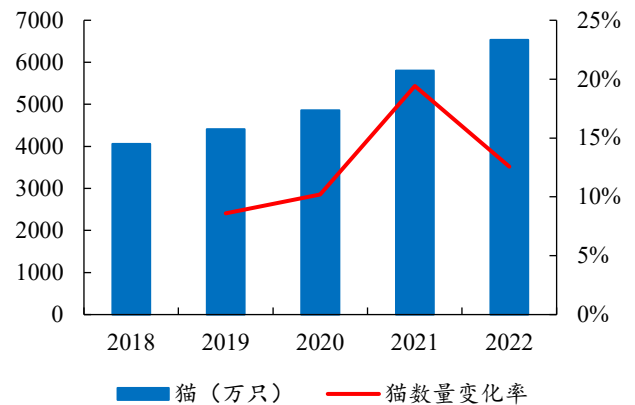


图33：猫数量创新高 2022年6536万只



数据来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》、开源证券研究所

数据来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》、开源证券研究所

由于饲养宠物与宠物的陪伴能够缓解人类压力，改善人类健康，随着人类生活水平的提高，宠物数量不断增加，生存质量也随之不断提高，与此相关的产品与服务形成了蓬勃发展的宠物产业。

图34：与宠物相关的产品与服务共同形成蓬勃发展的宠物产业



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

路斯股份的主要产品属于宠物产业中的食品细分类。宠物食品是专门为宠物提供的食品，不同于人类食品和传统畜禽饲料，主要是为各种宠物提供最基础的生命保证、生长发育和健康所需的营养物质，具有营养全面、消化吸收率高、配方科学、饲喂方便以及可预防某些疾病等优点。

按照功能来划分，宠物食品主要可分为：宠物主粮、宠物零食和宠物保健品等。

表4：宠物食品可以分为主粮、零食、保健品三个大类

宠物食品分类	简介
宠物主粮	按照产品的形态和加工方式不同，可以分为干粮和湿粮两类，主要是用来提供宠物日常维持体能的能量和营养成分。
宠物零食	包括肉干、肉条、咬胶、洁牙骨等，宠物零食主要是宠物休闲的时候主人用来吸引宠物注意力或者是调节宠物口味的食物，主要是帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动。
宠物保健品	根据宠物的生理状况等制作的营养调理品，摄入适当的营养成分有利于宠物的健康发育和成长。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司主要产品肉干属于宠物零食的一种细分产品，是供宠物狗、猫食用的一种高蛋白肉食营养品。

2.2、行业发展：中国宠物行业始于1992年，2010年进入高速发展期

宠物产业在发达国家已有100多年的历史，发展较为成熟，形成了食品、用品、繁育、训练、医疗等产品与服务组成的全面产业体系。整个产业管理严格、责任明确，政府和宠物组织相互配合，产业运行系统化、规范化，已成为国民经济的重要组成部分。

图35：发达国家的行业协会与管理部门发展较为成熟



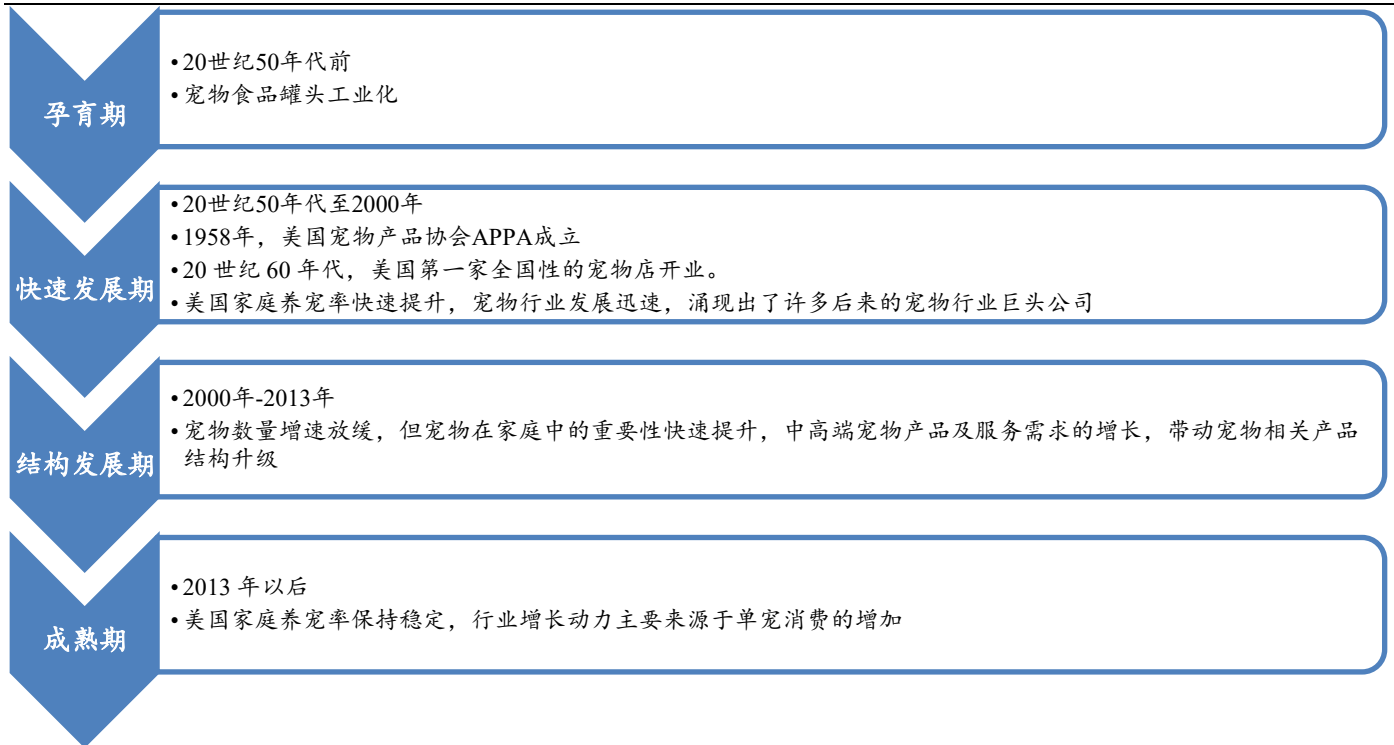
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

相关法律发展方面，加拿大是世界上对宠物食品立法最早的国家之一，宠物食品管理内容规定在联邦饲料法之中，具有专门的宠物饲料管理制度。其对口管理部门加拿大食品检验署（CFIA）建立了一套风险分析和评估体系，针对不同国家或地区以及不同产品的特点，分别提出了不同的检验检疫要求。

欧盟针对宠物食品的管理法规包括法令、指令、决定和建议。以《非人类食用动物副产品的卫生规则》及其修订指令（EC）NO.829/2007为核心，《非人类食用动物副产品的卫生规则》是目前欧盟针对动物源性宠物食品最完整的一个指令。

美国的宠物产业起步于 20 世纪 50 年代，发展历程总体可以划分为 4 个发展阶段。

图36：美国宠物产业起步于 20 世纪 50 年代，可以划分为 4 个发展阶段

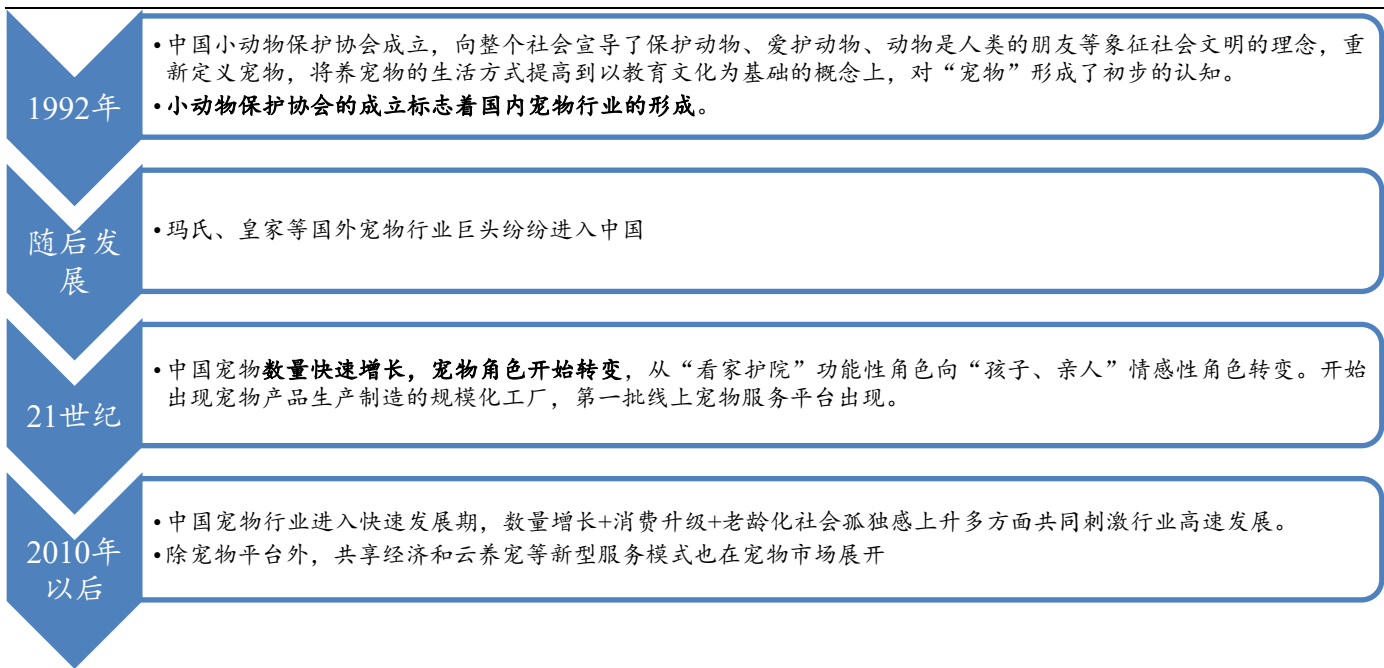


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

我国目前宠物食品行业自律管理机构主要包括中国礼仪休闲用品工业协会、中国饲料工业协会、中国出入境检验检疫协会等。行业法律法规及产业政策较少，国家相关部门正在研究和起草相关法规，整个行业正在逐步向规范化方向发展。

中国现代意义上的宠物行业始于 20 世纪 90 年代。1992 年，中国小动物保护协会成立标志国内宠物行业的形成。2010 年以后，中国宠物行业进入快速发展期。

图37：中国现代意义上的宠物行业始于 20 世纪 90 年代

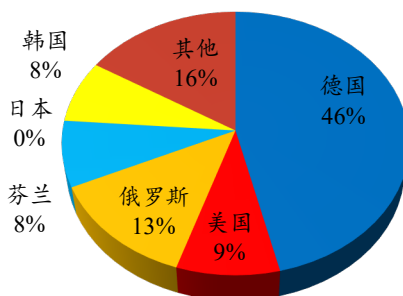


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3、市场规模：2024 年全球宠物食品销售额或将达到 1,150 亿美元

根据年报披露的 Euromonitor 的数据统计，过去 10 年全球宠物食品市场的平均年增长率为 5.5%，2024 年全球宠物食品销售额或将达到 1,150 亿美元。公司产品主要销售至国内、欧洲、美国、俄罗斯、日韩等地区与国家。

图38：路斯股份的境外销售市场中欧洲市场占比最高，主要为德国、俄罗斯、芬兰

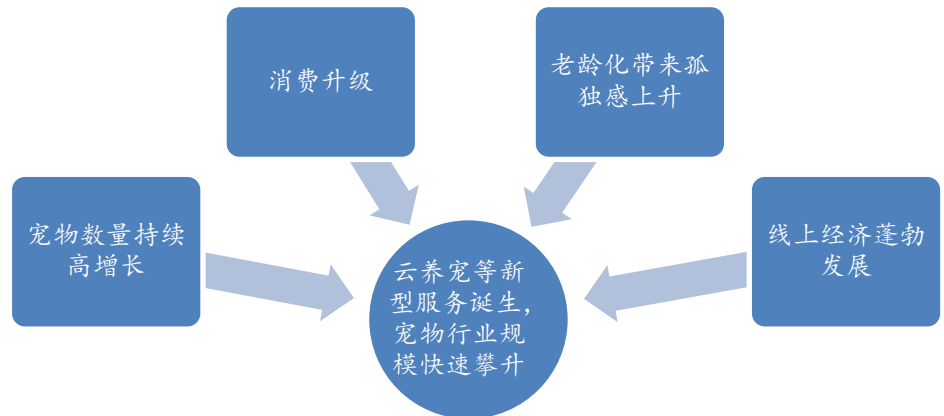


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

2.3.1、中国：2022 年宠物消费 2706 亿，食品占一半，本土企业逐步收复主粮市场

2010 年以后中国宠物行业进入了高速发展期，主要由宠物数量的持续高速增长、消费升级、老龄化社会孤独感上升等多方面原因带动，人们对宠物的支出迅速增加，带动市场规模开始快速攀升。除宠物平台外，共享经济和云养宠等新型服务模式也在宠物市场展开，线上经济蓬勃发展为行业发展提供了便利。

图39：多方位因素推动宠物行业新型服务涌现，行业规模上升



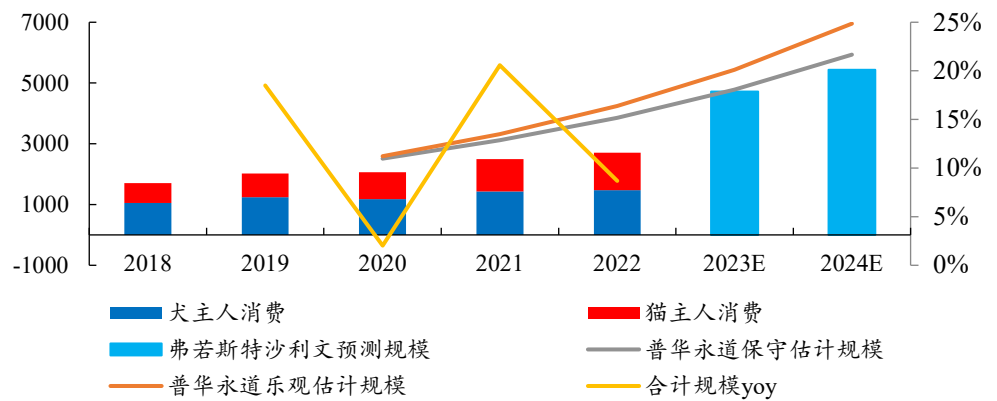
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

在宠物主粮领域，主要是外资为主导包括美国玛氏、雀巢等，国内品牌则包括乖宝、比瑞吉等。由于国外品牌发展较早，着力推广主粮产品，品牌形象扎根人心，因此份额相较国内企业有所领先。国内企业越来越多地发展和收复主粮市场，有望不断增强进口替代。

在零食领域，由于进入壁垒相对较低，本土企业起步时以此为切入点，和外资企业形成错位竞争。同时，国内企业的崛起带来市场格局的高度分散化，大量本土中小型长尾企业的存在将带来潜在的市场整合契机，国内头部企业已在宠物零食领域积累了一定优势，将推动宠物零食竞争格局走向集中，头部聚集效应逐步显现。

根据招股书披露，中国宠物（犬猫）消费市场规模 2010 年约 140 亿元增长到了 2020 年的 2,065 亿元，年复合增长率为 30.88%。近几年增速有所下滑，但仍属于快速发展行业，根据《中国宠物行业白皮书——2022 年中国宠物消费报告》，**2022 年城镇宠物消费市场规模为 2706 亿元**。根据招股书披露的弗若斯特沙利文的预测，**至 2023 年中国宠物市场规模有望达到 4,723 亿元，未来几年增速有望维持在 15% 以上**。根据招股书披露的普华永道的预测，从 2019 年开始，在领养率提升和消费升级的推动下，预计未来五年宠物市场规模延续高速增长，年增长率将随之攀升至 24% 到 28% 之间。

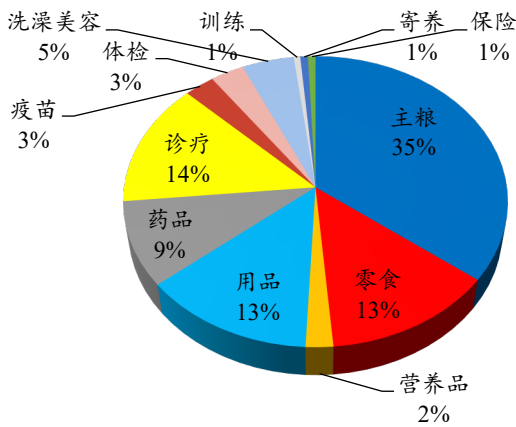
图40：2022年城镇宠物消费市场规模达到2706亿元（亿元）



数据来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》、招股说明书、开源证券研究所

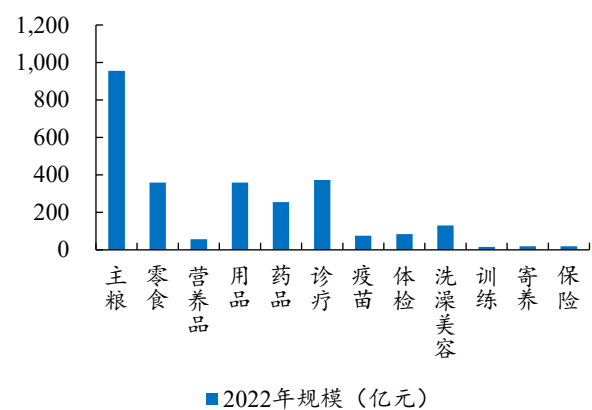
根据《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》披露，主粮在城镇宠物（犬猫）消费中占比最高，其次是诊疗、零食、宠物用品。按照该比例与2022年整体消费规模计算，我国犬猫的主粮产业规模约955.22亿元，零食类消费规模为359.90亿元。

图41：宠物食品类合计占比接近行业一半



数据来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》、开源证券研究所

图42：2022年食品类消费规模约1315.12亿元



数据来源：《中国宠物行业白皮书——2022年中国宠物消费报告》、开源证券研究所

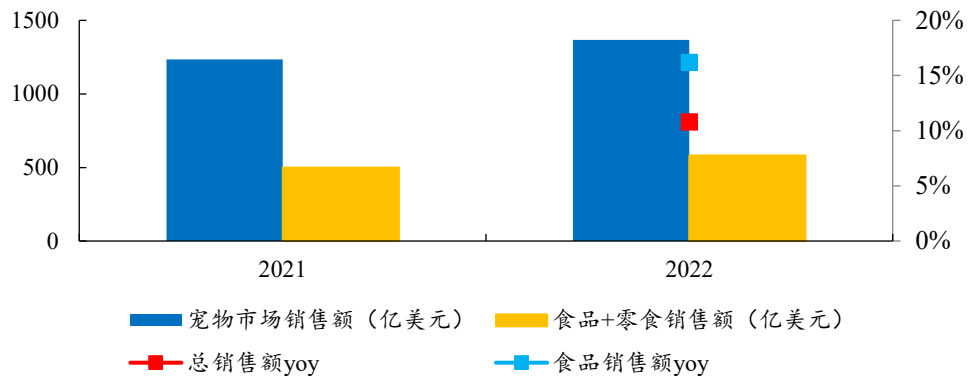
2.3.2、美国：2025年狗粮消费有望达292.41亿美元，猫粮消费有望125.78亿美元

根据招股书披露的美国宠物产品协会数据，美国宠物经济发展从21世纪初期开始，到2003-2005年发展最快，年复合增长率达到7.5%以上。随后，美国的宠物产业进入平稳增长期，虽然经历了2008年金融危机和经济复苏期，但宠物产业仍保持着超过4%的增长速度。2020年，美国宠物产业消费规模达到1,036亿美元，未来几年美国宠物产业消费规模仍将以约4%至5%的速度发展。

根据年报披露的美国宠物用品协会的统计数据显示，2022年美国宠物市场总销售额超过1,368亿美元，同比增长10.8%，其中宠物食品和零食为支出最高的类别，

销售额达 581 亿美元，占比 42.5%，同比增长 16.2%。

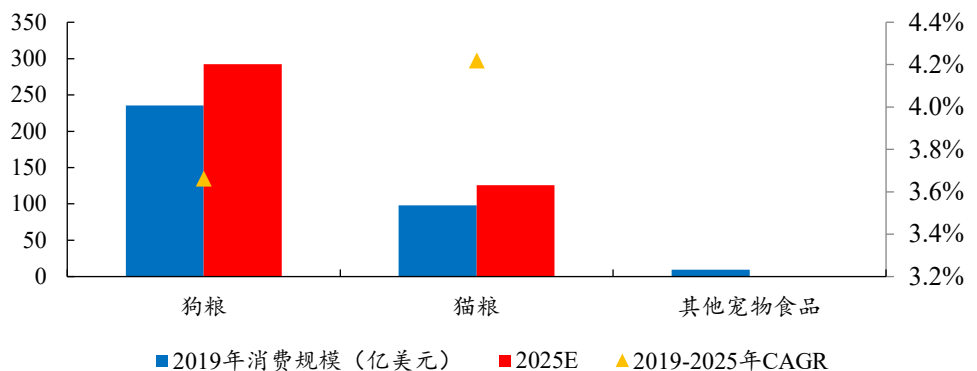
图43：宠物食品和零食支出在总市场销售额中占比最高，为 42.5%



数据来源：2022 年年度报告、美国宠物产品协会、开源证券研究所

美国宠物猫数量大于宠物狗数量，但由于单只宠物狗的平均食量远大于单只宠物猫的平均食量，导致美国狗粮销售量远超猫粮销售量。根据招股书披露的 Euromonitor 数据,2025 年美国狗粮消费可达到 292.41 亿美元,猫粮消费可达到 125.78 亿美元。

图44：2025 年美国狗粮消费或可提升至 292.41 亿美元



数据来源：招股说明书、美国宠物产品协会、Euromonitor、开源证券研究所

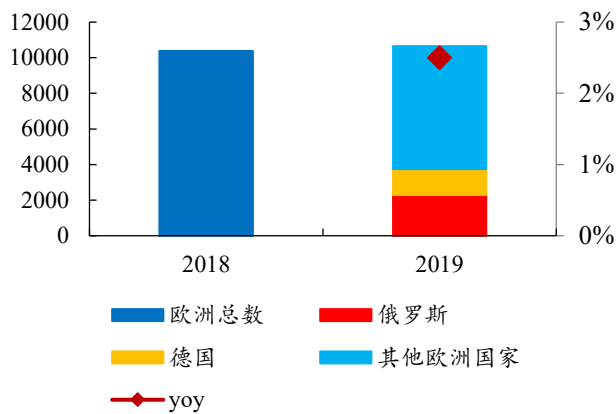
2.3.3、欧洲：2020 年总规模 397 亿美元，其中俄罗斯市场较大，年增速 8-10%

欧洲是全球另一大宠物消费市场，与美国宠物行业市场环境比较类似，发展多年，宠物的数量与消费规模均处在较高的水平。根据招股书披露的 Euromonitor 数据，2010-2020 年欧洲宠物市场呈波动上升趋势。2020 年欧洲宠物行业市场规模达到 397.87 亿美元，较 2019 年同比上涨 3.82%。

根据欧洲宠物食品工业联合会的数据，宠物猫是欧洲第一大宠物类型，2019 年欧洲宠物猫的数量大约是 1.64 亿只，同比增长 2.5%。俄罗斯的宠物猫数量最多，为 2,280 万只，第二是德国，为 1,470 万只，其后是法国、英国、意大利、波兰，均超过 650 万只。

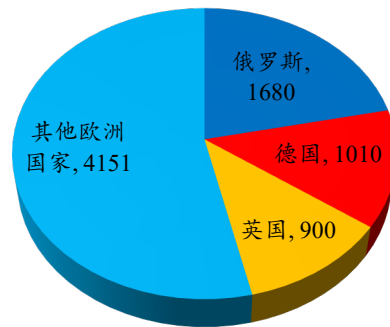
宠物狗是欧洲第二大宠物类型，约为 7,741 万只。俄罗斯同样为数量最多的国家，为 1,680 万只，其次是德国，1,010 万只，第三是英国，900 万只，其后是法国、波兰、意大利、西班牙，均超过 650 万只。

图45: 2019年欧洲宠物猫数量增加2.5% (万只)



数据来源: 招股说明书、欧洲宠物食品工业联合会、开源证券研究所

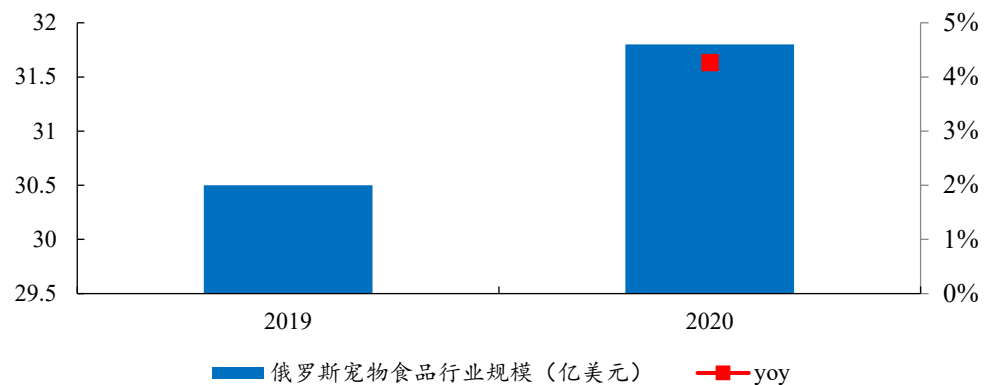
图46: 俄罗斯的宠物狗数量最多 (万只)



数据来源: 招股说明书、欧洲宠物食品工业联合会、开源证券研究所

俄罗斯的宠物猫和宠物狗数量都是欧洲国家中最多的，是欧洲第一宠物大国。根据招股书披露的欧洲宠物食品工业联合会的有关数据，2018年俄罗斯宠物食品市场占欧洲的10.9%，占全球宠物食品市场的2%；Mordor Intelligence数据显示，2018年俄罗斯国内宠物食品需求量增长了约20%，其中市场份额最大的是猫粮；Euromonitor的数据显示，2019年俄罗斯宠物食品市场规模为30.5亿美元，2020年为31.8亿美元。在过去的几年里，市场规模平均每年增长8%-10%。在新冠疫情期间，俄罗斯线上销售迅速发展，猫粮和狗粮分别增加了249%、265%。

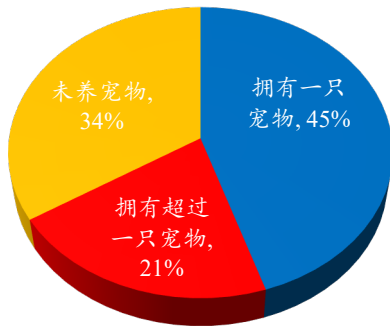
图47: 2019年俄罗斯宠物食品市场规模为30.5亿美元，2020年为31.8亿美元



数据来源: 招股说明书、Euromonitor、开源证券研究所

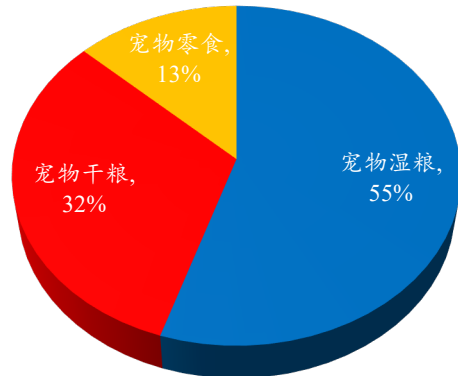
德国作为欧盟最大的经济体，也是欧洲地区最主要的宠物市场之一。根据德国宠物制造协会的数据，2018年德国共拥有3,430万只宠物，细分到单个家庭，66%的家庭拥有宠物。

图48：德国有 66%的家庭养宠物



数据来源：招股说明书、德国宠物制造协会、开源证券研究所

图49：德国宠物食品市场总宠物湿粮占比最高 55%



数据来源：招股说明书、德国宠物制造协会、开源证券研究所

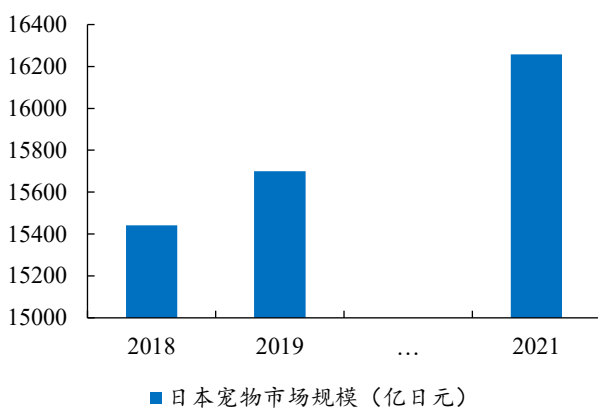
根据招股说明书披露，在占比最大的宠物湿粮市场中，德国市场 2018 年猫粮的销售规模约 54.1 亿美元，为狗粮的两倍。随着德国人口老龄化的加剧，宠物猫比宠物狗更好照顾的优势会渐渐显现，可以猫粮的市场或将比狗粮的市场表现更好。

2.3.4、日本：偏好小型犬，2021 年规模 16,257 亿日元，猫粮占比过半

日本是亚洲的宠物饲养和消费大国，其在宠物方面的花费主要用在了宠物食品、宠物用品和宠物养护方面。根据招股说明书披露的日本矢野经济研究所的数据，估算 2021 年市场规模达到 16,257 亿日元。

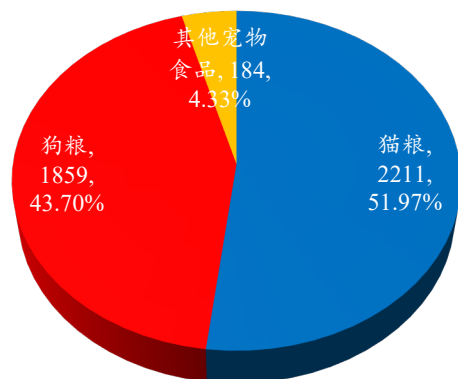
根据 Euromonitor 的数据，2019 年日本宠物食品行业市场规模为 4,254 亿日元，同比增长 0.71%；2010-2019 十年间日本宠物食品行业年复合增速为 0.64%。2019 年日本猫粮占比较大，猫粮行业规模达到 2,211 亿日元，占比超过 50%。

图50：2021 年日本宠物行业市场规模 16,257 亿日元



数据来源：招股说明书、日本矢野经济研究所、开源证券研究所

图51：猫粮行业规模最大，占比过半



数据来源：招股说明书、Euromonitor、开源证券研究所

根据招股说明书披露，2019 年，日本平均一只宠物猫在宠物食品上的消费为 22,612 日元，一只宠物狗在宠物食品上的消费为 21,132 日元。相对于美国人而言，日本人更倾向于饲养小型犬，导致宠物狗的平均食品消费相对较少。

日本是全球主要经济体中老龄化比例最高的国家之一。随着老龄化的进程，人们把宠物当作家庭成员的情感需求越来越强，越来越多的家庭选择饲养宠物，日本宠物产业的规模不断扩大。

2.4、竞争格局：路斯股份近年净利率位列第一，费用管理较严格

综合考虑路斯股份的业务模式、产品种类、业务区域、公司规模以及数据的可获得性等因素，选取中宠股份（002891.SZ）、佩蒂股份（300673.SZ）、源飞宠物（001222.SZ）、天元宠物（301335.SZ）作为同行业可比公司。

表5：选取中宠股份、佩蒂股份作为路斯股份同行业可比公司

方面	路斯股份	中宠股份	佩蒂股份
采购原材料	<p>鸡肉、鸭肉、牛肉、淀粉、蔬菜等农副产品。</p> <p>所处的寿光地区是国内大型农产品产业集群地，在国内采购的农副产品在品质、价格及供应稳定性等方面较其他地区具有一定优势</p>	<p>鸡胸肉、鸭胸肉、皮卷等肉类产品。</p> <p>在东南亚和新西兰等地建立了当地子公司，在对海外原材料的采购上有优势</p>	<p>鸡肉、牛皮、淀粉等。</p> <p>在东南亚和新西兰等地建立了当地子公司，在对海外原材料的采购上有优势</p>
产品价格	<p>根据公司 2020 年销售额和销售量计算得出产品综合单价为 4.23 万元/吨</p>	<p>根据公司 2020 年年报披露销售额和销售量计算得出产品综合单价为 3.68 万元/吨。</p> <p>主粮占比相对较高，因此均价相对较低</p>	<p>根据公司 2020 年年报披露销售额和销售量计算得出产品综合单价为 4.25 万元/吨</p>
销售渠道	<p>【国外市场】主要采用 OEM 模式，出口客户主要集中在欧洲地区，特别是德国、俄罗斯、芬兰为公司传统优势市场。</p> <p>【国内市场】线上和线下销售两种渠道。线上销售渠道主要通过天猫开设线上自营店，推广路斯品牌以及进行产品销售。线下销售渠道主要通过线下实体店推销路斯产品，包括大型商超、宠物店等渠道。</p>	<p>【国外市场】主要采用 OEM/ODM 模式。出口至美国、欧洲、日本等主流宠物市场，三大市场较为均衡，其中美国市场为其主要市场。</p> <p>【国内市场】分为直销和经销。直销主要包括在京东、天猫以及苏宁等平台开设的网络直营店及烟台工厂店；经销主要包括电商渠道、商超渠道和专业渠道。</p>	<p>【国外市场】主要采用 ODM 模式。客户来自于美国、加拿大、英国等多个国家，其中美国为其最主要的市场。</p> <p>【国内市场】线上和线下同步进行全渠道布局，同时还代理了部分国际知名宠物品牌进入国内市场，形成了覆盖全面、主次清晰的业务内容。</p>
品牌	<p>公司主要产品出口至德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等国家。针对国内市场，目前公司拥有“路斯”“金曼”“冠均”“手工坊”等较为畅销品牌，已基本完成自有品牌的框架搭建。</p>	<p>全球宠物食品领域多元化品牌运营商，旗下拥有多个品牌，具备以“Wanpy 顽皮”“Zeal 真致”为核心的自主品牌矩阵。</p>	<p>公司与全球范围内多家宠物行业巨头建立了长期合作关系，拥有“好适嘉 Healthguard”“齿能 ChewNergy”“爵宴 Meatyway”“佩蒂”“CPET”“PEIDI”等国内外品牌。</p>
主粮相关项目建设	<p>募投项目“年产 3 万吨宠物主粮项目”，2022 年 6 月一期建成，预计 2025 年完全建设完成投产。</p>	<p>2022 年 1-6 月，公司非公开发行股票募投项目“年产 6 万吨宠物干粮”项目中年产 3 万吨干粮产线试生产，项目第一年达产 30%，第二年达产 60%，第三年开始达产 100%。预定可使用状态日期 2023 年 10 月。</p>	<p>投资 1.3 亿元建设“新西兰年产 4 万吨高品质宠物干粮新建项目”已投产；2021 年发行可转债投资 2.88 亿元建设“新西兰年产 3 万吨高品质宠物湿粮项目”，建设期 24 个月；3.4 亿元建设“年产 5 万吨新型宠物食品项目”推出符合未来发展趋势的新型主粮产品，丰富产品品</p>

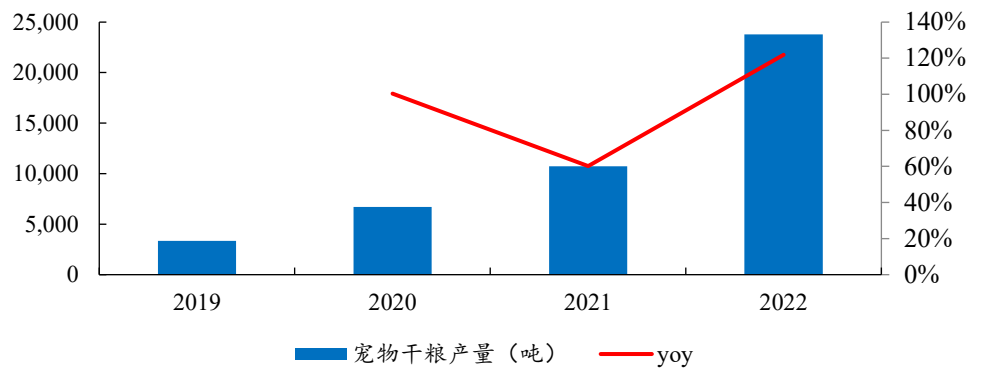
方面	路斯股份	中宠股份	佩蒂股份
----	------	------	------

类，为公司未来发展壮大奠定坚实基础。本项目完全达产后，将新增宠物风干粮、冻干粮和混拼粮的年产量合计5万吨。

资料来源：Wind、招股说明书、开源证券研究所

在主粮方面，三家关注宠物食品的公司近年都在进行产能扩张。路斯股份 2022 年年产 3 万吨主粮项目一期建成；中宠股份 2020-2021 年主粮产量增长速度在 60% 以上，2022 年 3 万吨干粮产线试生产；佩蒂股份的几个主粮扩产募资项目主要集中在新西兰工厂和国内江苏省泰州市工厂。

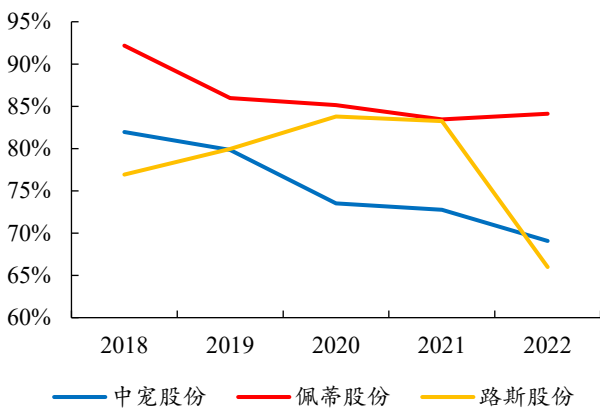
图52：中宠股份 2020-2021 年主粮产量增长速度在 60% 以上



数据来源：中宠股份公司公告、开源证券研究所

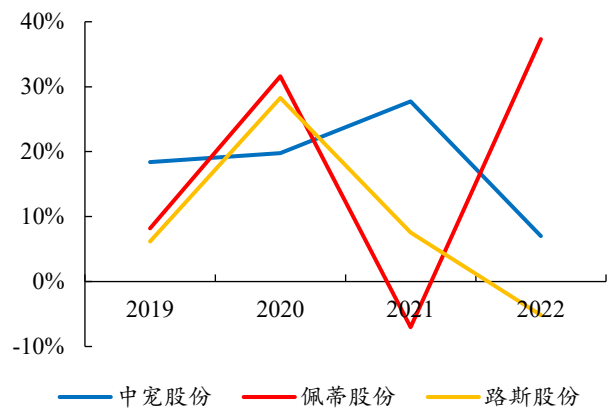
三家主营宠物食品公司的出口比例都较高，中宠股份与佩蒂股份近年出口占比有缓慢下滑趋势，路斯股份则为 2022 年国内市场增速较大影响，出口比例降低。

图53：佩蒂股份出口比例最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：中宠股份与路斯股份近年出口业务增速有所下降

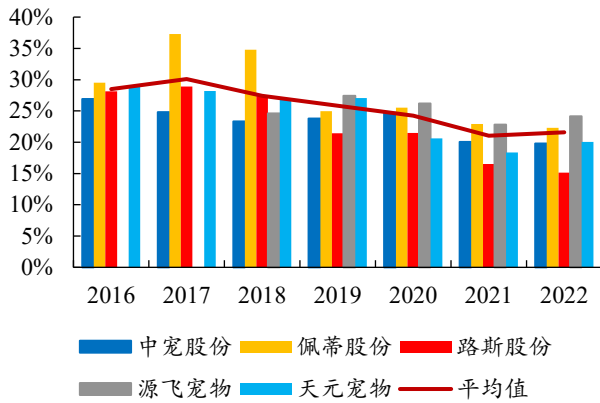


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，五家可比公司整体毛利率有所下滑，路斯股份 2016-2018 年毛利率与可比公司均值持平，2018 年-2022 年的毛利率略低于可比公司均值。

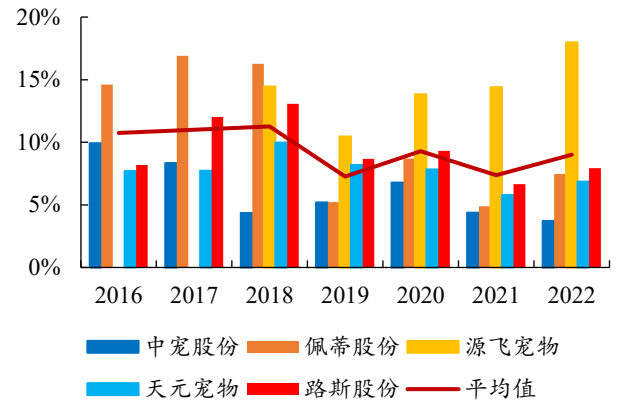
净利率表现上来看，路斯股份的表现保持优于大多数可比公司，位列第二，仅次于源飞宠物。

图55：可比公司整体毛利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图56：路斯股份净利率位于可比公司第二

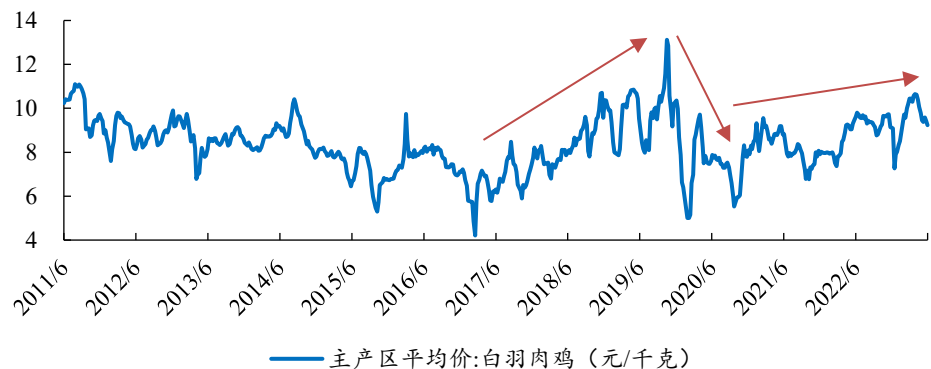


数据来源：Wind、开源证券研究所

宠物食品公司的毛利率在2018年后的下降与汇率的波动和原材料鸡肉价格的上升有一定程度关系。

从白羽肉鸡的价格变化趋势上来看，2017年至2019年底，单价从4.21元/千克一路攀登至12.85元/千克，此后进入下降阶段，2020年10月跌至5.53元/千克，最近两年基本在7-10元/千克的价格中波动。白羽鸡价格波动较大，给行业内企业成本管控带来了一定程度压力。

图57：白羽肉鸡的最近两年的价格在7-10元/千克中波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

随着鸡肉价格变动,2019年后,路斯股份与中宠股份的鸡肉采购价都有所回落。

图58: 路斯股份鸡肉采购价 2019年后回落(元/千克)

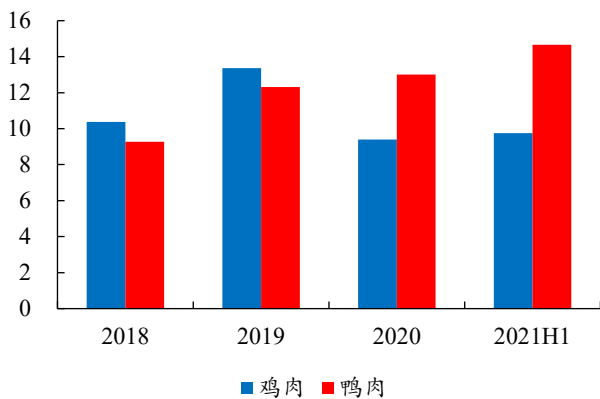
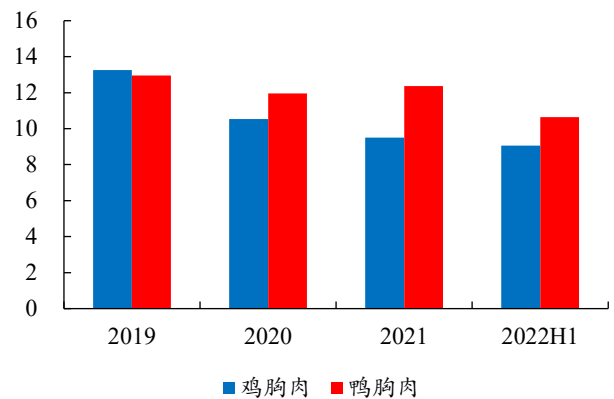


图59: 中宠股份采购价格 2019年后有所回落(元/千克)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

数据来源: 中宠股份发行可转债募集说明书、开源证券研究所

三者出口占比都超过 65%，汇率变动会对公司收入形成一定影响。

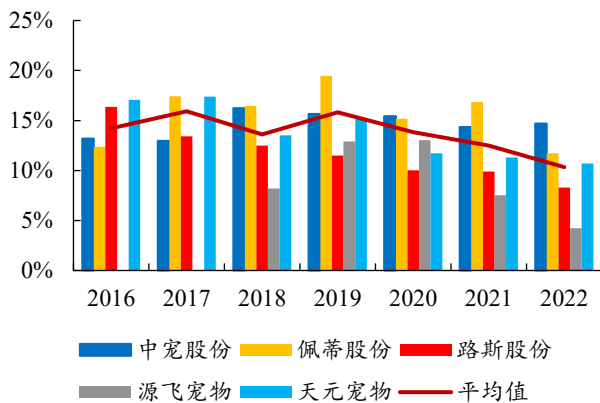
图60: 美元兑人民币价格 2017年至2018年与2020年7月至2022年3月下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

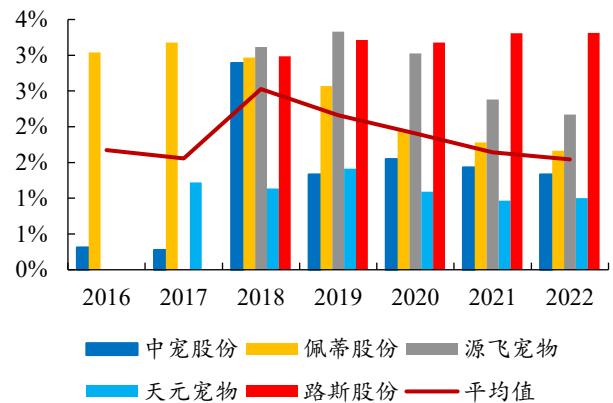
在费用管理方面,路斯股份表现较优秀,自2017年持续低于可比公司均值,2022年期间费用率仅高于源飞宠物;研发费用率上,路斯股份维持在3%左右,中宠股份和佩蒂股份研发费用率逐年下降,近年来路斯股份高于可比公司,位于首位。

图61：路斯股份期间费用率仅次于源飞宠物



数据来源：Wind、开源证券研究所

图62：近年路斯股份的研发费用率为可比公司首位



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、亮点：工艺技术创新、核心客户稳定合作、募投扩产主粮

3.1、创新性：研发特色产品，开发创新性生产工艺和加工技术

在消费升级的大背景下，宠物主人关注爱宠的健康成长、人宠互动，对宠物食品的功能提出了更高的要求。宠物食品配方设计是宠物食品研制的基础与核心，决定了宠物食品的安全、营养、适口性等关键功效。

表6：路斯股份创新开发产品配方，满足消费升级对宠物食品的功能提出的更高的要求

特色产品	路斯股份产品创新性	改善的问题
肉类气泡粒系列产品	通过添加具有特殊的生物活性的胆汁酸，胆汁酸被肠上皮细胞识别后与脂肪酸一起形成脂肪酸-胆汁酸复合物，可以提高脂肪的吸收率。同时鸡肉气泡粒疏松多孔的结构可以降低产品水分确保产品柔软不粘牙，有利于食品气味的发散，增强适口性又可以增加接触面积有利于消化。	传统鸡肉粒产品普遍具有质地较硬、易粘牙、吸收率较低等缺点
夹心酥系列产品	利用中低温微膨胀加工技术，在使用少量淀粉的情况下实现外层酥脆，内芯软糯的口感；膨化工艺完成时间短，营养损失小。采用二次涂覆工艺，弥补产品在热销烘烤过程中热敏性物质的损失，在二次涂层中添加的维生素和矿物质可以完全包裹在产品表面，确保宠物的摄入，维持宠物的肠道菌平衡。	常规饼干产品普遍使用淀粉膨化加工定型，而高淀粉产品易使宠物肠道菌群出错乃至紊乱
冻干洁齿磨牙棒系列产品	(1) 冻干洁齿磨牙棒采用冻干工艺，肉含量高，适口性好，犬猫通用，有效填补猫类洁齿棒的空白； (2) 通过添加六偏磷酸钠、柠檬酸锌等功能性成分，可有效清除牙垢和牙色素沉着；促进唾液分泌，形成牙齿保护层，避免牙菌斑形成；整合口腔内的钙、镁离子，避免牙齿矿化形成牙结石，清新口气； (3) 进一步的添加适量牛皮，利用牛皮耐磨的特性，保持一定摩擦性的同时确保冻干不伤牙龈。	传统磨牙棒产品主要针对犬，因缺乏适口性，猫类专用的磨牙棒较少；此外传统磨牙棒主要通过物理作用摩擦牙齿，功能效果单一。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

此外，随着消费升级背景下宠物主人对宠物食品的营养、安全、适口性及便携性等方面需求的提升，高端产品市场前景将更为广阔。为满足宠物主人对宠物食品

的各类需求，相关产品的生产工艺、加工技术、投入产出比等要求更为严格。公司自主研发了各项创新性生产工艺和加工技术，在降本增效、提高生产安全、提高产品质量以及提高产品多样性上起到了重要作用。

表7：自主研发各项创新性生产工艺和加工技术

创新技术	解释	优势	改善的问题
酶解熟化技术	通过肉类酶解熟化技术加工过后的产物，使用在膨化饲料的加工中，替代鲜肉和肉粉等原料	（1）肉类中的大分子蛋白质经过酶解之后，会被分解成多肽、短肽和游离氨基酸，从而降低了食物过敏率，促进了犬猫对营养的消化吸收；（2）提升肉类产品的品质及其风味。如转谷氨酰胺酶能将小分子蛋白聚合成大分子聚合物，提高蛋白形成凝胶的能力，从而提高肉产品的嫩度和弹性。还可以对低价值的碎肉进行处理，改善其结构和风味，并减少原料的浪费；（3）通过选择针对不同位点的特异性蛋白酶，实现肉类蛋白的可控降解，保证工艺的可重复性，更利于工业生产。	常规鲜肉熟化技术将鲜肉熟化后造成水分流失并且会使肉纤维变粗，使用后影响产品口感及感官
食用胶速溶技术	按照科学配比，用介质将有协同作用的食用胶制成稳定的液状速溶胶	化胶迅速，效果稳定，以较少的食用胶用量最大化的发挥食用胶之间的协同作用，在保证效果的前提下明显降低技术添加剂的用量。	传统食用胶配合添加技术难以将食用胶快速均匀溶解，易形成局部的胶团

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、客户壁垒：五大客户最早 2005 年开始合作，2022 年合计占比 38%

公司客户大部分为欧洲主流品牌商，大多不从事生产，主要从生产企业购买加工完成的宠物产品，再通过零售超市、宠物产品专卖店等渠道出售给最终消费者；对供应商质量控制能力和产品质量稳定性的要求较高；国内外客户及消费者对宠物食品的品质要求也较高。

公司核心客户如德国福润斯公司、俄罗斯丹尼斯公司、芬兰皮特公司等均有严格的供应商认定体系，经过长期合作，公司与核心客户之间已经形成长期、稳定的业务关系，具有较强的客户资源壁垒。

表8：路斯股份与核心客户合作稳定，具有较强客户资源壁垒

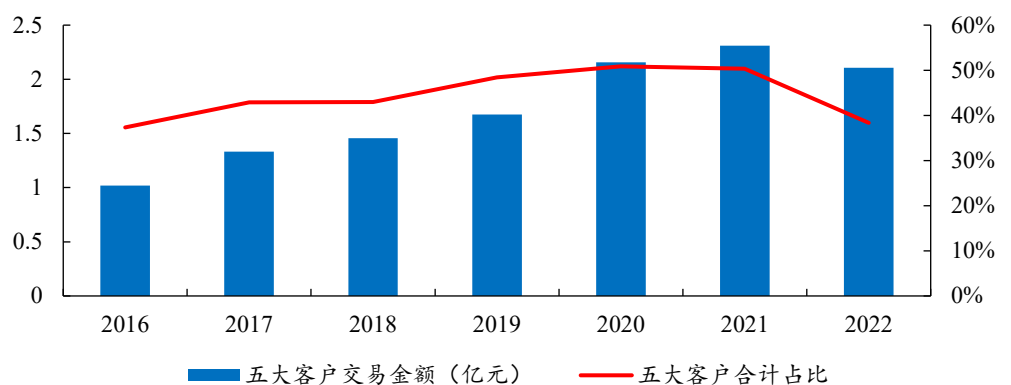
公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	简介
俄罗斯丹尼斯公司	10.16%	12.05%	11.83%	13.80%	10.47%	9.83%	7.23%	公司主要从事宠物零食及宠物用品的销售，产品主要销往俄罗斯及周边国家，总部位于莫斯科。路斯股份与公司合作时间起始于 2009 年度。
德国飞达公司	9.93%	8.90%	6.93%	7.15%	7.89%	9.28%	7.96%	公司主要从事宠物食品销售业务，产品主要销往德国，部分商品出口到其他国家及地区。路斯股份与公司合作时间起始于 2005 年度。
德国福润斯	6.76%	16.12%	17.16%	18.70%	20.90%	19.83%	14.07%	公司成立于 1990 年，主要经营地位于德国，在德国拥有 800 多家连锁店，足迹已遍及欧洲十几国，为欧洲最大的宠物用品连锁零售商。其提供的宠物用品范围较广，与狗、猫、小动物、鸟类、鱼类相关的超过 9,000 款产品，包括宠物玩具、食品和常用非处方药品等。路斯股份与公司合作时间起始于 2014 年度。
捷克陆凯公司	5.34%							当地知名宠物食品企业，路斯股份向其销售肉干

公司名称	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	简介
芬兰皮特公司	5.15%		3.60%	5.40%	6.75%	5.79%		公司主要经营地位于芬兰，主要从事宠物食品及鸟类食品销售，产品主要在波罗的海周边国家销售，包括芬兰、波兰、瑞典和爱沙尼亚等。路斯股份与公司合作时间起始于2009年度。
德国爱批池公司		2.97%						当地知名宠物食品企业，路斯股份向其销售肉干
中国香港 KTL		2.88%	3.41%					公司主要经营地位于中国香港，主要从事宠物食品的进出口贸易。路斯股份与公司合作时间起始于2017年度。
美国 DZLP 公司				3.34%				公司主要从事宠物食品进出口贸易，产品主要面向日本国内大型超市，批发商。路斯股份与公司合作时间起始于2017年度。
美国唯一公司					4.86%	5.64%		公司主要从事宠物食品的销售，主打超值优质的产品，产品主要在美国本土销售，主要供应商来自中国，北美和南美。路斯股份与公司合作时间起始于2012年度。
韩国 PJ							4.62%	公司下辖两家主要从事宠物食品销售的公司，分别为 PJ KOREA INC.及 GOODAY CO.,LTD, 大多数产品主要通过线上方式出售，拥有 GOODAY 和 Natural core 等品牌，线下销售拥有易买得等大客户，同时其在中国国内也建立了销售渠道。路斯股份与公司合作时间起始于2019年度。
芜湖卫仕生物科技有限公司							4.50%	主营宠物食品及用品批发；宠物食品及用品零售；货物进出口；饲料生产

数据来源：Wind、招股说明书、爱企查、开源证券研究所

从占比上来看，公司向五大客户销售金额占比约 40-50%，相对较高，以多年稳定合作的大客户为主，2022 年五大客户交易金额占比略有下降，占比 38.38%。

图63：2022 年向五大客户销售金额占比 38.38%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、募投项目：达产后年产犬粮 1.8 万吨，猫粮 1.2 万吨

路斯股份 2022 年在北交所上市并募集资金实际净额为 8,121.11 万元，拟投入“年产 3 万吨宠物主粮项目”、“研发运营支持中心项目”两个项目。

表9：募投项目资金已使用 61.64%，预计 2023 年使用完毕（金额：万元）

项目名称	总投资	拟投入募集资金	实际投入金额	已经投入占比	建设期	备案号	环评备案文件
年产 3 万吨宠物主粮项目	7,960.20	7,121.11	4,080.46	57.30%	2 年	2101-370783-0 4-01-413860	寿环审表字 【2021】046 号
研发运营支持中心项目	3,881.49	1,000.00	925.40	92.54%	2 年	2103-370783-0 4-01-880866	寿环审表字 【2021】078 号
合计	11,841.69	8,121.11	5,005.86	61.64%			

数据来源：招股说明书、公司公告、开源证券研究所

“年产 3 万吨宠物主粮项目”的建设将实现生产线的集成化和一体化，提高企业成本优势和配置效率，扩大企业生产能力，提升生产的周转速度，从而提高产品质量，进一步提升企业知名度和市场占有率。项目建设达产后，路斯股份的犬粮系列产品产能将达到 1.80 万吨/年，猫粮系列产品产能将达到 1.20 万吨/年。

根据年报披露，目前“年产 3 万吨宠物主粮项目”一期生产线已于 2022 年 6 月投入使用，子公司路海生物肉骨粉生产线投入使用，研发运营支持中心主体建设完成。

随着养宠人群的不断增长以及宠物数量的不断增长，未来在主粮方面的需求。本次宠物主粮业务生产建设项目，将有助于公司扩大宠物食品的种类，保证主粮产品品质，在满足现有客户日益增长需求的同时，不断开拓市场，挖掘新的优质客户，进一步提升公司在宠物食品市场的占有率和行业知名度。

路斯股份在前期已试销过宠物主粮产品，在总结前期销售经验的基础上，对市场进行充分研究，根据消费者的反馈并结合对市场消费趋势的理解，针对性地对主粮项目做研发。

4、估值与对比：公司 PE 2022 为 16.5X，低于可比公司均值

路斯股份专注发展宠物食品，大力开拓国内外主粮市场，新投入的冻干仓 4 个已投产，年产可达 1200 吨，随着公司主粮二期时产 5 吨的生产线的逐步建设与肉骨粉生产线的放量，公司产能的逐步释放或有望带动业绩进一步提升。

我们预计路斯股份 2023 年-2025 年归母净利润为 0.53/0.70/0.89 亿元，EPS 为 0.51/0.67/0.86 元/股，对应当前股价 PE 分别为 12.4/9.5/7.4 倍，同行业可比公司对应 2022 年 PE 均值 31.7X，2023 年预测 PE 均值为 26.1X，公司估值水平较可比公司均值较低。

此外，公司 2021-2023 每年稳定分红，经营状况保持稳定良好。同时考虑到公司在主粮市场的业务扩展，大客户稳定合作，具有一定的渠道壁垒等，业务具备上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表10：路斯股份 PE 估值低于同行业可比公司估值

公司名称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
中宠股份	002891.SZ	23.83	70.09	0.36	0.61	0.88	1.12	47.4	38.4	26.4	20.8
佩蒂股份	300673.SZ	13.63	34.54	0.43	0.6	0.72	0.85	32.1	27.4	23	19.4
源飞宠物	001222.SZ	14.47	28.17	1.40	0.8	0.97	0.95	21.0	18.14	15	15.31
天元宠物	301335.SZ	23.22	29.26	1.85	1.15	1.39	1.75	26.3	20.4	16.87	13.37
	均值	18.73	52.31	1.01	0.79	0.99	1.17	31.69	26.09	20.32	17.22
	中值	18.85	31.90	0.91	0.71	0.93	1.04	29.20	23.90	19.94	17.36
路斯股份	832419.BJ	6.43	6.65	0.43	0.51	0.67	0.86	16.5	12.4	9.5	7.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价截至 2023 年 6 月 27 日 中宠股份、佩蒂股份盈利预测来自开源证券，源飞宠物、天元宠物盈利预测来自 Wind 一致性预测）

5、风险提示

产品市场开拓的风险、行业增速下降的风险、主要客户集中度较高的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	197	303	338	388	465	营业收入	459	549	696	873	1075
现金	47	88	142	167	180	营业成本	383	466	581	726	899
应收票据及应收账款	39	45	0	0	0	营业税金及附加	3	2	4	5	6
其他应收款	2	2	6	4	8	营业费用	11	16	17	22	23
预付账款	5	6	9	9	13	管理费用	17	20	22	29	31
存货	96	104	145	167	219	研发费用	15	18	22	26	30
其他流动资产	7	58	36	40	45	财务费用	2	-8	-1	-2	-1
非流动资产	212	248	272	296	323	资产减值损失	-0	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	5	10	5	6	7
固定资产	126	196	223	249	276	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	42	41	39	37	35	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	43	11	9	10	11	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	409	551	610	684	788	营业利润	33	45	57	74	95
流动负债	67	86	97	104	122	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	0	10	4	3	3	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	33	35	42	49	54	利润总额	33	45	57	74	95
其他流动负债	34	41	51	53	65	所得税	3	2	4	4	5
非流动负债	29	31	31	31	31	净利润	30	44	54	71	90
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	1	1	1
其他非流动负债	29	31	31	31	31	归属母公司净利润	30	43	53	70	89
负债合计	96	117	128	135	153	EBITDA	47	60	73	92	117
少数股东权益	13	14	15	15	16	EPS(元)	0.29	0.42	0.51	0.67	0.86
股本	91	104	104	104	104	主要财务比率					
资本公积	21	90	90	90	90	成长能力	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
留存收益	205	243	292	354	433	营业收入(%)	8.2	19.6	26.7	25.6	23.1
归属母公司股东权益	300	420	468	534	618	营业利润(%)	-29.8	35.9	26.6	29.1	28.6
负债和股东权益	409	551	610	684	788	归属于母公司净利润(%)	-21.6	41.9	23.5	31.0	27.7
						获利能力					
						毛利率(%)	16.5	15.2	16.6	16.9	16.4
						净利率(%)	6.6	7.9	7.7	8.0	8.3
						ROE(%)	9.8	10.0	11.2	12.8	14.2
						ROIC(%)	9.5	8.8	9.9	11.3	12.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.6	21.2	20.9	19.7	19.5
						净负债比率(%)	-15.1	-11.3	-22.6	-24.7	-23.3
						流动比率	2.9	3.5	3.5	3.7	3.8
						速动比率	1.3	1.8	1.7	1.8	1.7
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.3	1.5
						应收账款周转率	11.4	13.1	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	12.6	13.6	15.0	16.0	17.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.42	0.51	0.67	0.86
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.47	1.05	0.75	0.70
						每股净资产(最新摊薄)	2.90	4.06	4.53	5.16	5.98
						估值比率					
						P/E	21.7	15.3	12.4	9.5	7.4
						P/B	2.2	1.6	1.4	1.2	1.1
						EV/EBITDA	13.5	10.1	7.5	5.6	4.3

现金流量表(百万元)					
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	39	48	109	77	72
净利润	30	44	54	71	90
折旧摊销	15	18	21	25	30
财务费用	2	-8	-1	-2	-1
投资损失	-0	-0	-0	-0	-0
营运资金变动	-8	-17	36	-16	-46
其他经营现金流	-1	11	-0	-1	-1
投资活动现金流	-76	-102	-44	-49	-56
资本支出	76	52	46	49	56
长期投资	0	-1	0	0	0
其他投资现金流	0	-49	2	0	0
筹资活动现金流	-1	89	-10	-3	-4
短期借款	0	10	-6	-1	1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	13	0	0	0
资本公积增加	1	69	0	0	0
其他筹资现金流	-1	-3	-4	-2	-4
现金净增加额	-39	41	54	25	13

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn