

专注宠物食品，聚焦主业发展

风险评级：中高风险

大消费新三板系列研究第 15 期-路斯股份（832419）

2021 年 7 月 21 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

- **公司专注于宠物食品，2020年业绩实现快增。**路斯股份专注于宠物食品的生产、研发与销售，总部位于山东省潍坊市。2015年5月，公司在新三板市场挂牌，成为中国宠物食品第一家挂牌上市的企业。近几年，公司逐步扩大产品线与开拓市场，业务取得一定的进展，业绩稳步向好。2020年，公司实现营业收入4.24亿元，同比增长22.37%；实现归母净利润0.39亿元，同比增长30.98%。
- **肉干产品系公司主要创收来源，海外业务占比高。**公司的产品主要包括肉干产品、宠物饼干、宠物罐头、宠物洁牙骨饲料四大主类以及其他宠物食品。分品类看，肉干产品是公司的主要创收业务，近几年来业务占比稳中有升。2020年，公司肉干产品的营业收入为3.72亿元，同比增长24.00%；在营业收入中的占比为87.74%。此外，公司宠物罐头与宠物饼干的业务增速较快。分地区看，公司的业务收入主要来源于海外市场。2020年，公司实现海外营业收入为3.55亿元，同比增长28.16%；在营业收入中的占比为83.73%，海外市场持续扩容。
- **我国宠物市场持续扩容，未来仍具发展空间。**近几年，随着养宠人数的增加以及居民生活水平的提高，我国宠物市场规模持续扩容，行业增速较快。根据中国宠物行业白皮书的数据显示，2020年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模为2065亿元。2010-2020年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模从140亿元增加至2065亿元，年均复合增速为30.88%，行业处于较快发展阶段。展望未来，伴随着消费升级与商业化程度的提高，预计我国宠物市场未来仍具发展空间。根据普华永道预测，在领养率不断提高与消费升级的推动下，我国未来五年宠物市场规模将保持较快增长，年增长率预计维持在24%-28%。
- **宠物食品消费是最大的养宠支出，多因素推动宠物食品消费进一步上行。**目前，在我国宠物的消费结构中，宠物食品消费支出（主粮、零食、营养品）的占比最高。2020年，我国宠物食品消费支出的占比为54.70%，系最大的养宠支出。在“居民可支配收入增加+城镇化率提高+结婚率下降+人口老龄化趋势加速”多重因素的推动下，我国宠物食品消费支出有望进一步上行，宠物食品市场未来发展空间广阔。
- **公司发展亮点。**将公司与中宠股份与佩蒂股份进行对比，公司发展亮点如下：（1）**公司主打肉干业务。**从产品结构来看，中宠股份、佩蒂股份与路斯股份的业务均以宠物食品为主，但各自发展的侧重点有所不同。在路斯股份的主营业务中，肉干产品系公司最主要的收入来源。（2）**公司注重产品的研发生产。**公司自成立以来，设立研发部门，致力于宠物食品的研发生产。截至2020年末，公司研发人员占比为10.21%，研发费

用率为3.07%，投入研发的相对规模高于中宠股份与佩蒂股份。（3）**公司营运能力较强**。公司相对可比公司而言，存货周转与应收账款的周转速度较快。周转速度快说明公司产品在市场的流通速度较快，以及公司的收账速度较快，产生坏账呆账的可能性减小。（4）**公司具有较强的盈利能力**。公司的费用管控较好，期间费用率较低，拉动公司整体净利率水平。同时，公司的ROE在销售净利率与总资产周转率的带动下，高于可比公司。

- **风险提示：**OEM业务模式风险，原材料价格波动风险，汇率波动风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

目 录

1、公司专注宠物食品市场.....	5
1.1 公司概况.....	5
1.2 肉干产品系公司主要创收来源，海外业务占比高.....	6
1.3 “OME 贴牌+自有品牌” “线上+线下” 同步发力.....	9
1.4 公司营收稳步增加，归母净利润短期受成本上涨拖累.....	10
2、我国宠物食品市场发展空间广阔.....	11
2.1 我国宠物市场持续扩容，未来仍具发展空间.....	11
2.2 宠物食品消费是最大的养宠支出.....	12
2.3 多因素推动宠物食品消费进一步上行.....	12
2.4 我国宠物食品市场集中度有待提高.....	14
3、公司发展亮点.....	15
3.1 公司主打肉干业务.....	15
3.2 公司注重产品的研发生产.....	15
3.3 公司营运能力较强.....	16
3.4 公司具有较强的盈利能力.....	16
4、风险提示.....	17

插图目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2021 年 7 月 20 日）.....	6
图 3：公司各品类营业收入（亿元）.....	9
图 4：公司各品类营业收入占比（%）.....	9
图 5：公司国内外营业收入（亿元）.....	9
图 6：公司国内外营业收入占比（%）.....	9
图 7：公司商业模式与销售渠道.....	10
图 8：公司营业收入与增速.....	10
图 9：公司归母净利润与增速.....	10
图 10：我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模与增速.....	11
图 11：2020 年我国宠物消费结构（%）.....	12
图 12：我国人均可支配收入（元）.....	13
图 13：中美家庭消费中宠物支出占比（%）.....	13
图 14：我国城镇化率（%）.....	13
图 15：2019 年全球主要国家城镇化率（%）.....	13
图 16：我国结婚率（‰）.....	14
图 17：我国人口老龄化率（%）.....	14
图 18：2019 年中美猫犬食品行业 CR3 对比.....	14
图 19：2020 年研发人员占比对比.....	16
图 20：2020 年研发费用率对比（%）.....	16

表格目录

表 1：公司主要产品矩阵.....	6
表 2：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份产品结构对比.....	15

表 3：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份主要营运指标对比	16
表 4：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份毛利率、净利率与期间费用率对比	17
表 5：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份 ROE 对比	17

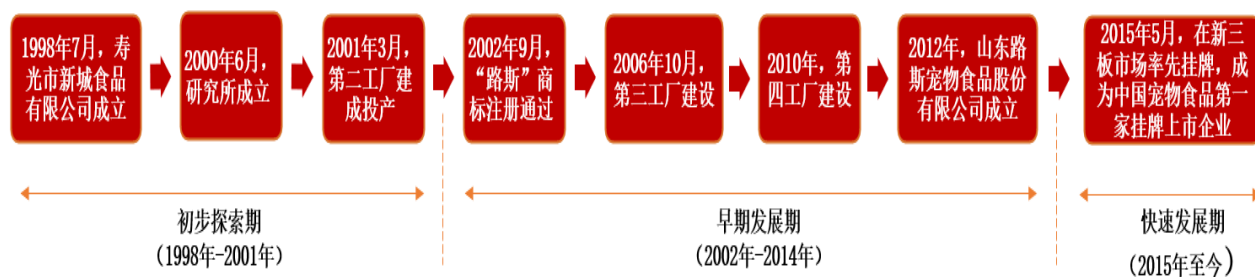
1、公司专注宠物食品市场

1.1 公司概况

公司致力于宠物食品的研发、生产与销售。路斯股份是一家宠物食品专业公司，专注于宠物食品的研发、生产与销售，总部位于山东省潍坊市。2015 年 5 月，公司在新三板市场挂牌，成为中国宠物食品第一家挂牌上市的企业。目前，公司拥有 2 个现代化工厂，下设 7 个 GMP 标准加工车间以及一个市级技术研发中心，年生产力 3 万余吨，工厂面积 25 万 m²。公司在 2015 年分别获得年度最具影响力品牌奖（TP010）与最受消费者欢迎的十大宠物品牌，在 2017 年获得年度最具影响力品牌奖（TOP5），已在宠物食品的市场中拥有一定的品牌影响力。

公司发展历程。按照公司的发展路径，可以将公司的发展分为初步探索期、早期发展期与快速发展期三个阶段。**初步探索期（1998 年—2001 年）：**公司前身系寿光市新城食品有限公司，成立于 1998 年 7 月，主要生产干燥鸡肉类宠物食品，产品主要出口日本。此后，新城食品有限公司结合市场需求，不断增资扩产，并扩大出口范围。2001 年 3 月，第二工厂建成投产，产品主要出口香港、新加坡等国家。**早期发展期（2002 年—2014 年）：**随着公司业务不断发展壮大，2002 年 9 月，“路斯”商标注册获得通过，公司在发展国外业务的基础上，开始转向国内市场。在此期间，公司加快扩产速度，提高自身的竞争水平。2006 年 10 月，公司建设第三工厂，产品主要出口美国与加拿大。2010 年，公司扩建第四工厂，推动海内外业务的发展。2012 年，山东路斯宠物食品股份有限公司正式成立。**快速发展期（2015 年至今）：**2015 年 5 月，公司在新三板市场率先挂牌，成为中国宠物食品第一家挂牌上市的企业。此后，公司不断丰富产品类别，注重研发生产，进一步扩大国内外市场，在市场中形成了一定的竞争力。

图 1：公司发展历程

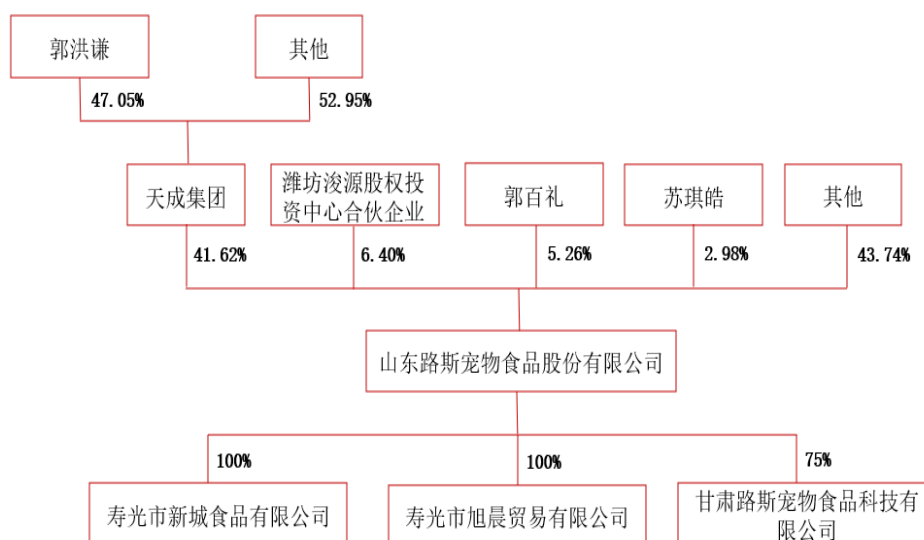


数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司股权结构稳定。山东寿光天成食品集团有限公司系公司的控股股东，持有公司 41.62% 股份。潍坊浚源股权投资中心合伙企业持有公司 6.40% 的股份，郭百礼（郭洪谦之子）持有公司 5.26% 的股份，其余股东的持股比例均低于 5.00%。其中，天成集团的实际控制人为郭洪谦，持有天成集团 47.05% 的股权。路斯股份公司自成立以来，实际控制人为郭洪谦与郭百礼，实际控制人未发生变化，股权结构相对稳定。目前，公司旗下有 2 家全资子公司与 1 家控股子公司。全资子公司分别为寿光市新

城食品有限公司与寿光市旭晨贸易有限公司，控股子公司为甘肃路斯宠物食品科技有限公司。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 7 月 20 日）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

实行股权激励，激发员工积极性。为进一步调动员工的积极性，公司于 2020 年拟定向发行股票用于股权激励，主要的激励范围包括高级管理人员在内的 81 名核心工作人员。该计划已于 2020 年 7 月收到中国证监会核发的《关于核准山东路斯宠物食品股份有限公司定向发行股票的批复》。最终，公司实际发行 483.3 万股新股，共募集资金金额 1691.55 万元，新增股份已于 2020 年 9 月 10 日起在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让。此举可以有效的将员工利益与公司利益相结合，激发员工的工作积极性，进而助力公司业绩稳步向好。

1.2 肉干产品系公司主要创收来源，海外业务占比高

公司的产品矩阵丰富。公司的产品目前主要包括肉干产品、宠物饼干、宠物罐头、宠物洁牙骨饲料四大主类以及其他宠物食品。其中，每个大类下面细分多个品种，产品矩阵丰富。

表 1：公司主要产品矩阵

产品大类	产品名称	产品外观	产品成分
肉干产品	路斯优+100 克零食系列/ 路斯优+200 克零食系列/ 路斯优+400 克零食系列		主要成分：新鲜鸡小胸肉，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。

	路斯超市 180 克		主要成分：精选新鲜鸡小胸肉，芝麻，螺旋藻，胶原蛋白，大豆蛋白，绿茶提取物茶多酚低聚糖，谷氨酰胺，营养增强剂(Ca、P、Fe 类营养来源物质)，维生素(A、B)。
	路斯手工坊系列 200 克		主要成分：精选鸭小胸肉，不饱和脂肪酸($\Omega-3$ 、 $\Omega-6$)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。
	路斯手工坊 480 克		主要成分：精选新鲜牛肉，螺旋藻，胶原蛋白，大豆蛋白，绿茶提取物茶多酚，低聚糖，谷氨酰胺，营养增强剂(Ca P Fe 类营养来源物质)、维生素(A、B)。
	路斯启智系列 100 克/ 路斯启智系列 200 克		主要成分：新鲜鸡小胸肉，公鱼，原生态深海鱼油，不饱和脂肪酸，综合类维生素，微量元素。
宠物罐头	路斯罐头		主要成分：优质鲜鸡肉、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)。
	路斯妙鲜包		主要成分：精选牛筋间肉、牛蹄筋、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)。
	猫罐头		主要成分：金枪鱼红肉、鸡肉、鱼水解液、VE、Ca、海藻粉、纤维素、维他命类矿物质、DHA、EPA、牛磺酸。
	消臭饼干		主要成分：小麦粉、鸡蛋、矿物质粉、全脂奶粉、棕榈油、蜂蜜、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、AD 钙。

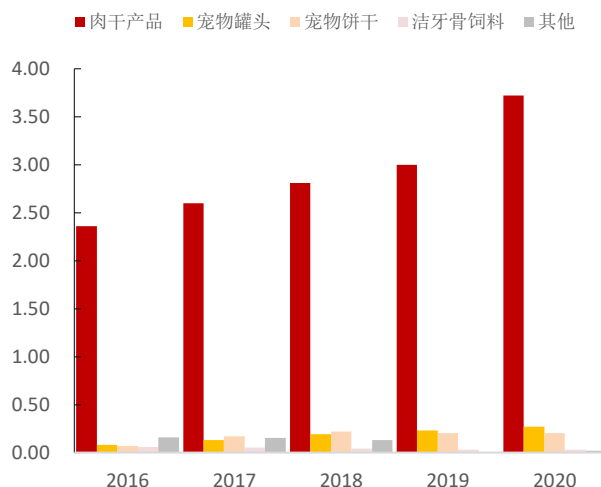
	水果饼干		主要成分：小麦粉、鸡肉、奶粉、绿色无公害蔬菜、棕榈油、蜂蜜、白砂糖、大豆卵磷脂、黄酮、绿茶提取物、鱼肝油、食盐、复合营养素(乳酸锌、碳酸钙、维生素 A、D、B1、B2)、迷迭香提取物。
宠物洁牙骨饲料	路斯 270g 洁齿骨/ 路斯 85g 洁齿骨		主要成分：玉米淀粉，大豆分离蛋白，碳酸钙，鸡肝粉，叶绿素，硫酸软骨素，胡萝卜粉，维生素 A、E、Ca、P、Fe。
	路斯 270g 磨牙骨/ 路斯 85g 磨牙骨		主要成分：玉米淀粉，大豆分离蛋白，碳酸钙，鸡肝粉，叶绿素，硫酸软骨素，胡萝卜粉，维生素 A、E、Ca、P、Fe。
其他零食	亮毛寿司		主要成分：精选鸡小胸肉、原生态鳕鱼、不饱和脂肪酸（ $\Omega-3$ 、 $\Omega-6$ ）、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。
	亮毛三明治		主要成分：精选牛小胸肉、原生态鳕鱼、不饱和脂肪酸（ $\Omega-3$ 、 $\Omega-6$ ）、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。
	金曼猫零食		主要成分：鸡小胸肉，奶酪，不饱和脂肪酸（ $\Omega-3$ 、 $\Omega-6$ ）、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。

资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

肉干产品是公司的主要创收业务，宠物罐头与宠物饼干业务增速快。分品类看，肉干产品是公司的主要创收业务，近几年业务占比稳中有升。2020 年，公司的肉干产品实现营业收入 3.72 亿元，同比增长 24.00%。2016-2020 年，肉干产品的营业收入从 2.36 亿元增加至 3.72 亿元，年均复合增速为 12.05%；营收占比从 86.45%增加至 87.74%。公司在发展肉干产品的同时，大力发展宠物罐头与宠物饼干，近几年两大品类实现较快增长。2016-2020 年，公司宠物罐头的营收从 0.08 亿元增加至 0.27 亿元，年均复合增速为 35.54%，业务占比从 2.93%增加至 6.37%；公司宠物饼干的营收从 0.07 亿元

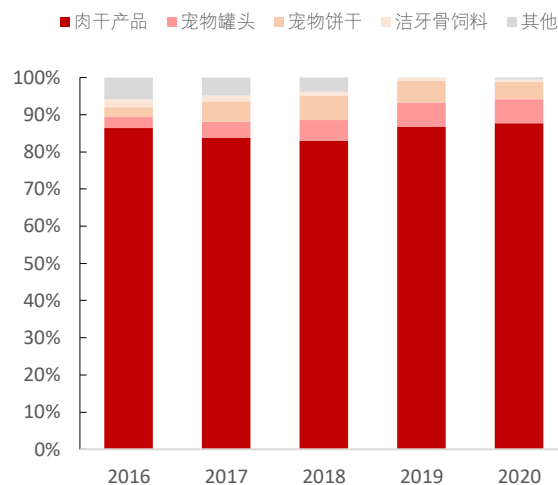
增加至 0.20 亿元，年均复合增速为 30.01%，业务占比从 2.56% 增加至 4.72%。相比之下，公司的洁牙骨饲料业务规模近几年有所减少，营业收入从 2016 年的 0.06 亿元减少至 2020 年的 0.03 亿元，营业收入占比从 2.20% 减少至 0.71%。

图 3：公司各品类营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

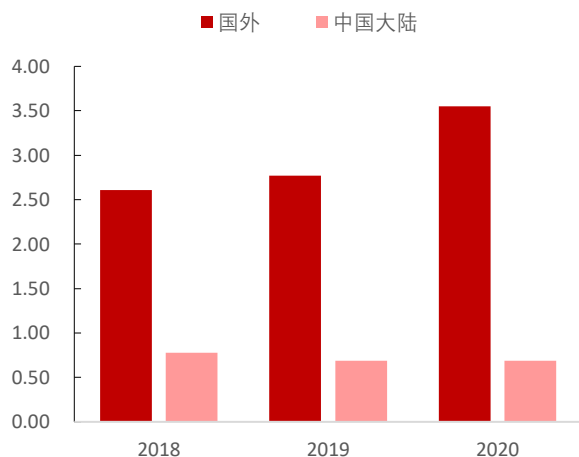
图 4：公司各品类营业收入占比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

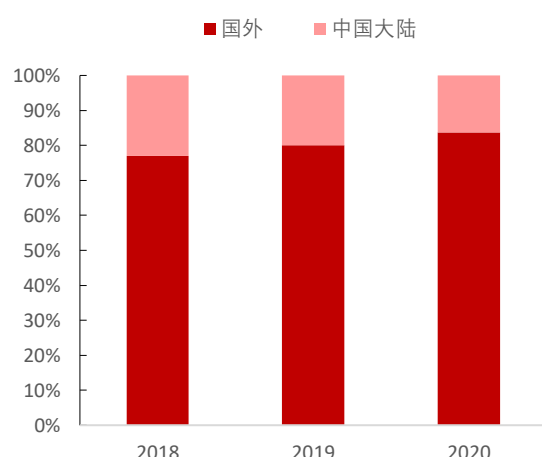
公司海外业务占比高。分地区看，公司的业务收入主要来源于海外市场，且海外市场业务近几年占比逐年提升。2020 年，公司海外市场实现营业收入 3.55 亿元，同比增长 28.16%；在营业收入中的占比为 83.73%。2018-2020 年，公司海外市场的营业收入从 2.61 亿元增加至 3.55 亿元，年均复合增速为 16.63%；营收占比从 76.99% 增加至 83.73%，海外市场业务持续扩容。

图 5：公司国内外营业收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：公司国内外营业收入占比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

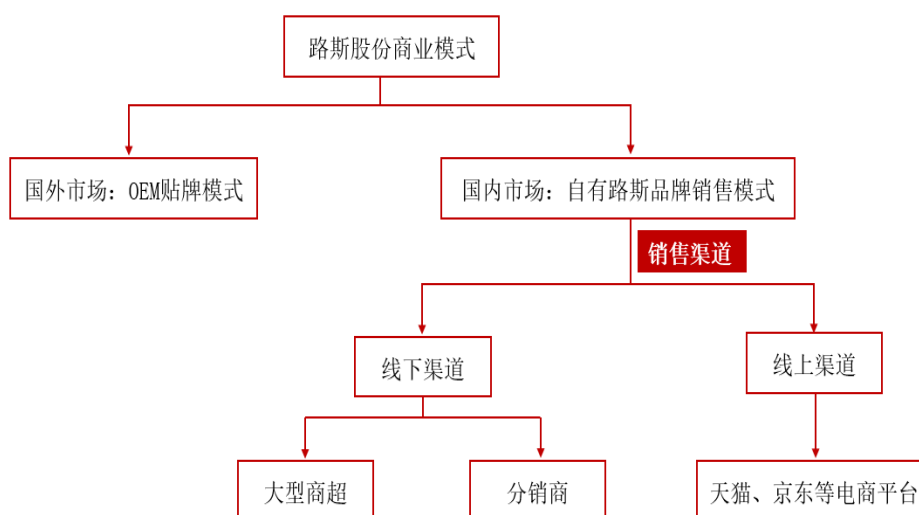
1.3 “OME 贴牌+自有品牌” “线上+线下” 同步发力

公司商业模式采用“OEM 贴牌+自有品牌”相结合的方式。目前，公司在国外市场的业务主要采用 OEM 贴牌生产模式，国内市场主要采用自有路斯品牌的销售模式。OEM 商

业模式即公司利用自身的关键核心技术负责设计和开发新品，具体的加工任务通过合同订购的方式委托同类产品的其他厂家生产，而后将所订产品直接贴上公司自身的品牌商标进行销售。在 OEM 的生产模式下，公司在全球的业务范围逐步扩大。截至 2020 年末，公司的业务范围已涉及欧洲的德国、荷兰、捷克、芬兰等地，以及韩国、美国、俄罗斯等国家。

公司国内销售采用线上与线下渠道相结合的方式。在国内市场中，公司采用线上与线下渠道相结合的方式发展业务。线下渠道方面，公司主要通过深圳、北京、上海、成都等大城市的大型商超和分销商进行产品销售。线上渠道方面，公司设有天猫商城路斯宠物用品专营店，并通过与京东商城等大型电商平台合作，销售与推广自身的产品，扩大自身的品牌知名度。

图 7：公司商业模式与销售渠道



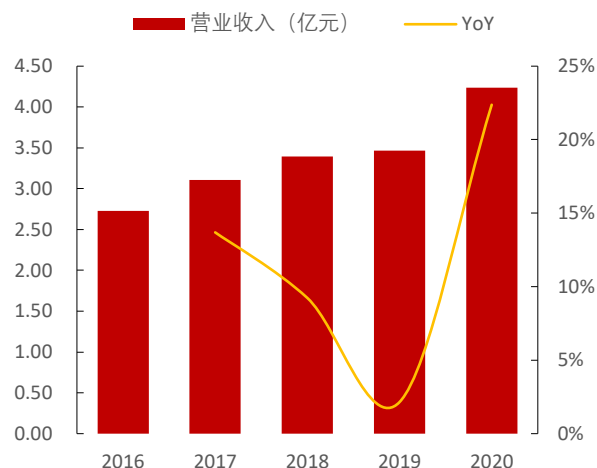
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

1.4 公司营收稳步增加，归母净利润短期受成本上涨拖累

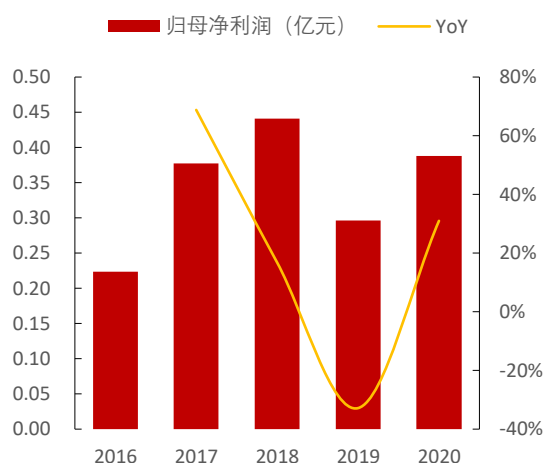
公司营业收入稳步增加，归母净利润短期受成本上涨拖累。近几年，公司业务取得一定的进展，营业收入稳步增加。2020 年，公司实现营业收入 4.24 亿元，同比增长 22.37%；2016-2020 年，公司的营业收入从 2.73 亿元增加至 4.24 亿元，年均复合增速为 11.62%。此外，公司在 2020 年归母净利润亦实现了较快增长，共实现归母净利润 0.39 亿元，同比增长 30.98%。公司的归母净利润在经历 2016-2018 年快速增长后，2019 年出现一定的回落，主要原因系鸡肉、鸭肉等肉类原材料价格持续上涨，且涨幅较大，导致的公司的营业成本增加，短期内拖累了公司整体净利润水平。

图 8：公司营业收入与增速

图 9：公司归母净利润与增速



数据来源：Wind，东莞证券研究所



数据来源：Wind，东莞证券研究所

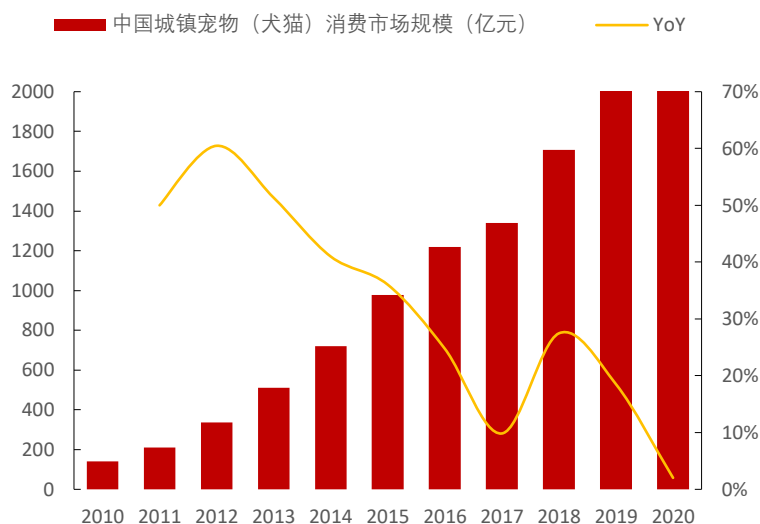
2、我国宠物食品市场发展空间广阔

2.1 我国宠物市场持续扩容，未来仍具发展空间

我国宠物行业处于较快发展阶段，市场持续扩容。近几年，随着养宠人数的增加以及居民生活水平的提高，我国宠物市场规模持续扩容，行业增速较快。根据中国宠物行业白皮书的数据显示，2010-2020 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模从 140 亿元增加至 2065 亿元，年均复合增速为 30.88%，行业处于较快发展阶段。2020 年我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模为 2065 亿元，同比增长 2.03%，主要系疫情拖累行业整体增速。

我国宠物市场未来仍具发展空间。虽自 2015 年起，我国宠物市场增速有所放缓，但总体上仍保持了较快增长。2015-2020 年，我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模从 978 亿元增加至 2065 亿元，年均复合增速为 16.12%。展望未来，伴随着消费升级与商业化程度的提高，预计我国宠物市场未来仍具发展空间。根据普华永道预测，在领养率不断提高与消费升级的推动下，未来五年宠物市场规模将保持较快增长，年增长率预计维持在 24%-28%。

图 10：我国城镇宠物（犬猫）消费市场规模与增速

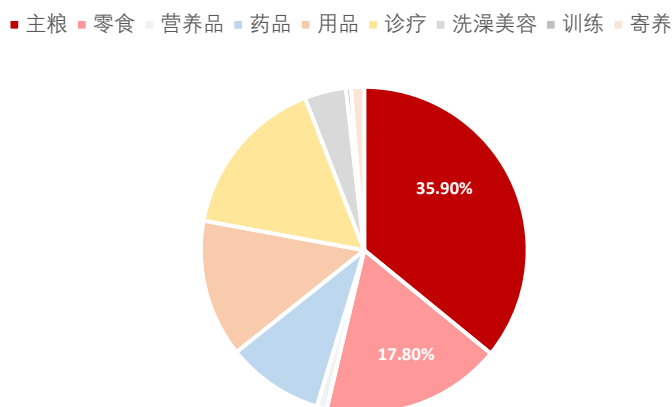


数据来源：《中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

2.2 宠物食品消费是最大的养宠支出

宠物食品消费是目前最大的养宠支出。根据 2020 年中国宠物行业白皮书数据显示，在我国目前的宠物消费结构中，宠物食品消费支出（主粮、零食、营养品）的占比最高。2020 年，宠物食品消费支出的占比为 54.70%，系最大的养宠支出，远高于养宠药品、洗澡美容、寄养等其他支出。

图 11：2020 年我国宠物消费结构（%）



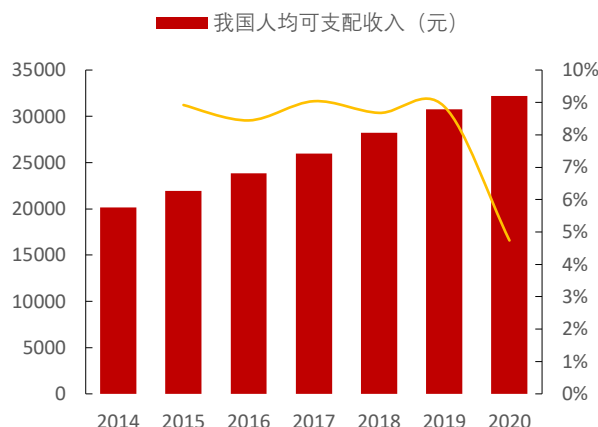
数据来源：《2020 年中国宠物行业白皮书》，东莞证券研究所

2.3 多因素推动宠物食品消费进一步上行

居民可支配收入提高，推动宠物食品消费支出增加。随着我国经济不断发展，人均居民可支配收入稳中有升。2020 年，在疫情影响下，我国人均可支配收入为 32189 元，仍保持 4.74% 的增长。2016-2020 年，我国人均可支配收入从 23821 元增加至 32189 元，年均复合增速为 6.2%。在生活质量不断提高的背景下，家庭消费中宠物支出的占比有所提升。2010-2019 年，我国家庭消费中宠物支出占比从 0.17% 增加至 0.29%。对标美国，2010-2019 年美国宠物支出占比从 0.47% 增加至 0.52%，高于我国的整体水

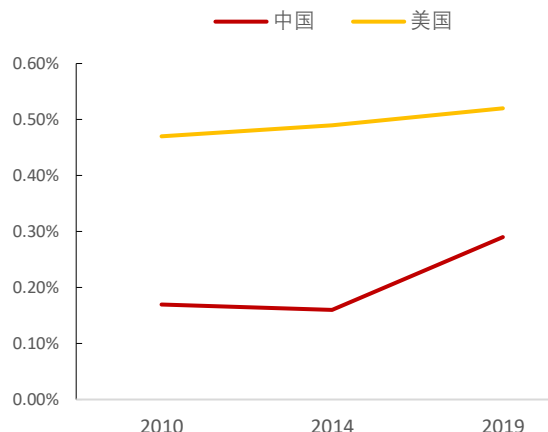
平。在居民收入水平不断提高的背景下，预计我国宠物支出有进一步提升的空间，进而推动宠物食品消费支出的增加。

图 12：我国人均可支配收入（元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

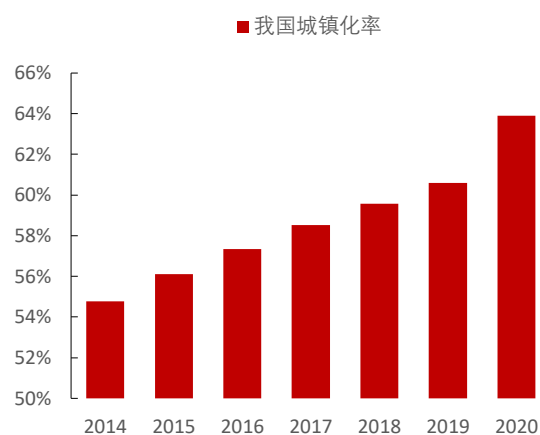
图 13：中美家庭消费中宠物支出占比（%）



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

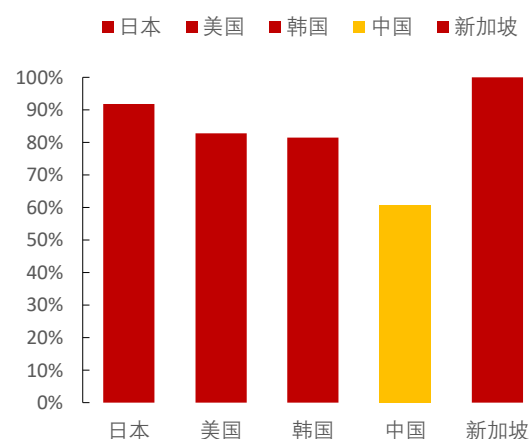
城镇居民是养宠的主力军，带动宠物食品消费支出的增加。分地区看，城镇居民养宠数量整体高于农村居民，是养宠的主力群体。随着我国经济的发展，我国城镇化水平不断提高。2014-2020 年，我国城镇化率从 54.77% 增加至 63.89%。根据美国中央情报局发布的 2020 年《世界概况》显示，2019 年日本、美国、韩国和新加坡的城镇化率分别为 91.80%、82.70%、81.40% 与 100%，发达国家的城镇化率均值在 80% 左右。与主要发达国家对比，我国城镇化水平未来有较大的提升空间。随着城市化建设水平的提高，城镇居民的基数将进一步增加。在城镇居民作为主要养宠群体的背景下，预计我国宠物食品的消费支出未来将持续增加。

图 14：我国城镇化率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：2019 年全球主要国家城镇化率（%）

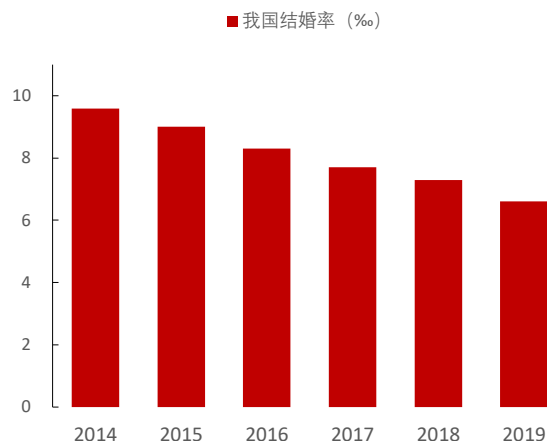


数据来源：《2020 年世界概况》，东莞证券研究所

结婚率下降+人口老龄化，宠物需求倾向提升。受婚姻观念转变、工作节奏等因素的影响，近几年我国结婚率总体呈下降趋势。2014-2019 年，我国结婚率从 9.58% 下降至 6.60%。在结婚率下降的同时，我国老龄化趋势不断显现。2014-2019 年，我

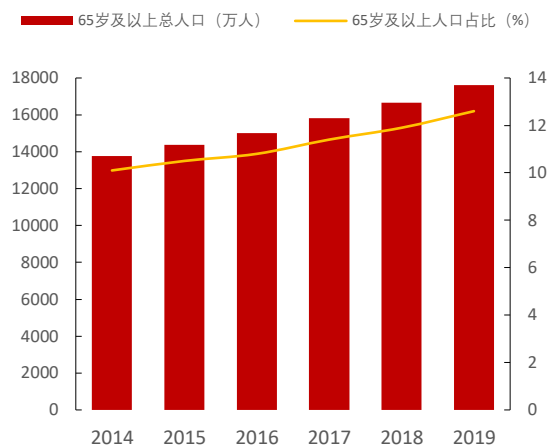
国 65 岁及以上人口从 13755 万人增加至 17603 万人，占比从 10.10% 增加至 12.60%。在我国结婚率下降与老龄化趋势加速的背景下，居民的孤独感将有所增加，进而对宠物的需求倾向亦相应的提升。

图 16：我国结婚率（‰）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：我国人口老龄化率（‰）

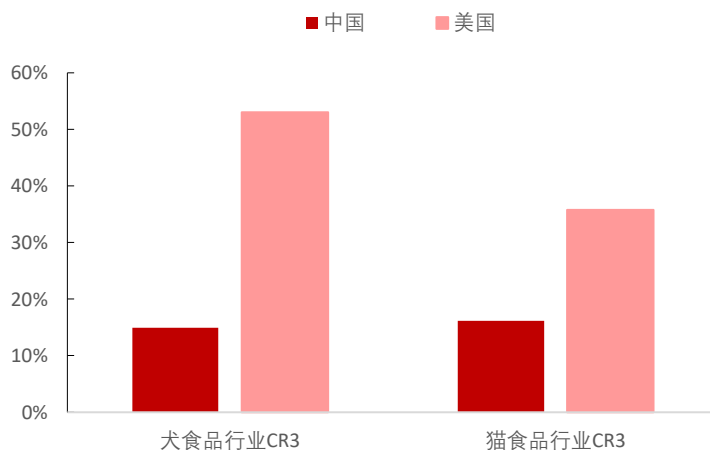


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2.4 我国宠物食品市场集中度有待提高

我国宠物食品市场集中度较低，未来有望提高。我国宠物食品市场的竞争格局较为分散，海外品牌占据较大的市场份额。目前，玛氏品牌在国际宠物食品行业中处于领先地位。根据 Euromonitor 数据显示，2019 年，我国犬食品行业与猫食品行业的 CR3 分别为 14.90% 与 16.20%，而美国犬食品行业与猫食品行业的 CR3 已分别达到 53.00% 与 35.80%。整体而言，我国宠物食品市场的集中度相对较低。随着宠物食品行业的发展，部分经营较差、管理不善的小企业将逐步被市场淘汰，而优质龙头企业的优势将日益凸显。在此背景下，我国宠物食品市场的行业集中度有望进一步提高。

图 18：2019 年中美猫犬食品行业 CR3 对比



数据来源：Euromonitor，东莞证券研究所

3、公司发展亮点

在我国宠物行业中，主要的上市公司包括中宠股份、佩蒂股份与路斯股份。

3.1 公司主打肉干业务

公司主打肉干业务。从产品结构来看，中宠股份、佩蒂股份与路斯股份的业务均以宠物食品为主，但各自发展的侧重点有所不同。在路斯股份的主营业务中，肉干产品系公司最主要的收入来源。2020 年，公司肉干产品实现营业收入 3.72 亿元，占营业收入的 87.53%。相比较而言，中宠股份的宠物零食占比最高。2020 年，中宠股份的宠物零食实现营业收入 17.12 亿元，占营业收入的 76.67%。而佩蒂股份则主要以咬胶业务为主。2020 年，佩蒂股份的畜皮咬胶与植物咬胶业务共实现营业收入 8.74 亿元，占营业收入的 65.27%。

表 2：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份产品结构对比

中宠股份		
品类	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
宠物零食	17.12	76.67%
宠物罐头	3.11	13.93%
宠物干粮	1.42	6.36%
宠物用品	0.15	0.67%
其他	0.53	2.37%
佩蒂股份		
品类	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
主粮和湿粮	1.23	9.19%
畜皮咬胶	4.46	33.31%
植物咬胶	4.28	31.96%
营养肉质零食	2.83	21.14%
其他	0.59	4.41%
路斯股份		
品类	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
肉干产品	3.72	87.53%
宠物罐头	0.27	6.35%
宠物饼干	0.20	4.71%
洁牙骨饲料	0.03	0.71%
其他	0.03	0.71%

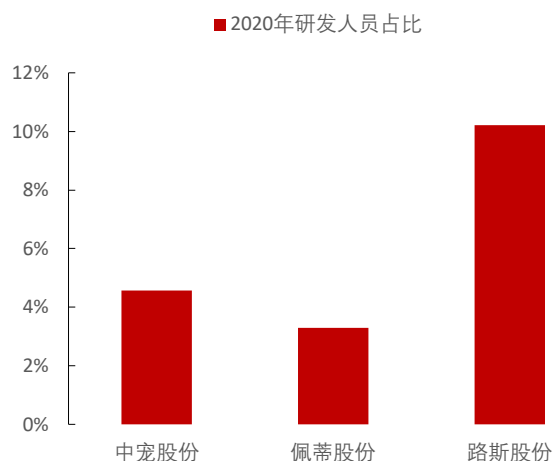
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 公司注重产品的研发生产

公司注重产品的研发生产。公司自成立以来，设立研发部门，致力于宠物食品的研发生产，不断探索新产品与新工艺，提高公司的整体技术水平与核心竞争力。与中宠股份与佩蒂股份对比，公司投入研发的相对规模较高。截至 2020 年末，公司的研发人员为 149 人，研发人员占比为 10.21%。中宠股份与佩蒂股份的研发人员占比分别为

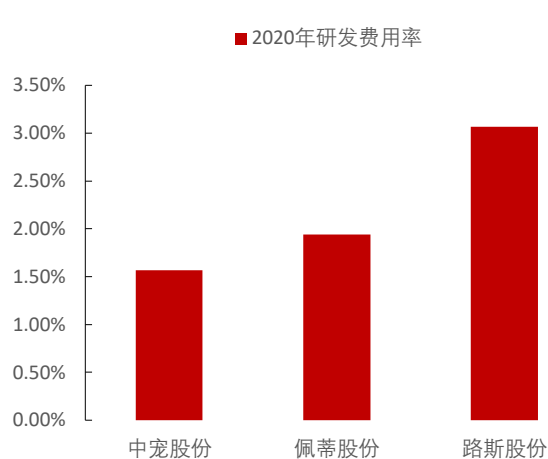
4.57%与 3.29%。研发费用率方面，公司的研发费用率稳步提升，2020 年公司的研发费用率为 3.07%，高于中宠股份与佩蒂股份的 1.57%与 1.94%。

图 19：2020 年研发人员占比对比



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图 20：2020 年研发费用率对比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.3 公司营运能力较强

公司的存货周转与应收账款周转速度较快。存货方面，在可比公司中，路斯股份的存货周转速度最快。2020 年，路斯股份的存货周转天数为 75.78 天，佩蒂股份与中宠股份的存货周转天数分别为 87.15 天与 75.78 天。公司的存货周转天数低，说明公司的库存积压较少，产品在市场的流通速度较快。应收账款方面，2020 年，路斯股份的应收账款周转天数为 29.12 天，分别低于中宠股份的 40.97 天与佩蒂股份的 55.89 天。路斯股份的应收账款周转天数低，说明公司的收账速度较快，产生坏账呆账的可能性减小，能够在一定程度上提高公司的资金使用效率。

表 3：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份主要营运指标对比

	存货周转天数	应收账款周转天数
中宠股份	90.42	40.97
佩蒂股份	87.15	55.89
路斯股份	75.78	29.12

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 公司具有较强的盈利能力

公司净利率高于可比公司。2020 年，路斯股份的毛利率为 21.49%，低于中宠股份的 24.70%与佩蒂股份的 25.51%。但相对而言，公司的整体费用管控力度较好，销售费用率、财务费用率等指标均较低。2020 年，公司的期间费用率为 10.02%，分别低于中宠股份与佩蒂股份约 5 个百分点。在费用整体较低的情况下，公司 2020 年的销售净利率为 9.32%，高于中宠股份的 6.78%与佩蒂股份的 8.70%。公司的盈利能力相对较强。

表 4：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份毛利率、净利率与期间费用率对比

	销售毛利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)	期间费用率 (%)	销售净利率 (%)
中宠股份	24.70	8.26	5.55	1.64	15.45	6.78
佩蒂股份	25.51	4.28	8.55	2.35	15.18	8.70
路斯股份	21.49	2.18	6.85	1.00	10.02	9.32

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司 ROE 具有明显优势。2020 年，路斯股份的 ROE 为 15.26%，高于中宠股份的 10.49%与佩蒂股份的 8.69%。将 ROE 进行拆解，可以看出路斯股份的销售净利率与总资产周转率均高于可比公司，从而公司 ROE 的整体水平较高。

表 5：2020 年中宠股份、佩蒂股份与路斯股份 ROE 对比

	ROE (%)	销售净利率 (%)	总资产周转率 (次)	权益乘数
中宠股份	10.49	6.78	1.06	1.63
佩蒂股份	8.69	8.70	0.79	1.28
路斯股份	15.26	9.32	1.24	1.35

资料来源：Wind，东莞证券研究所

4、风险提示

(1) **OEM 业务模式风险。**公司目前外销宠物食品主要采用 OEM 模式，且公司的海外市场业务占比高。若外销客户不再认可公司产品或转向其他供应商采购相关产品时，公司的销售收入将受到较大的影响。

(2) **原材料价格波动风险。**公司生产宠物食品的主要原材料为鸡肉、鸭肉等肉类产品。若肉类等原材料产品成本上涨幅度较大，将大幅增加公司的营业成本，进而影响公司整体的业绩水平。

(3) **汇率波动风险。**公司目前海外市场的业务占比高，主要采用美元进行结算。若汇率的变动朝着不利于公司发展方向变化时，将对公司的经营成果产生不利的影响。汇率波动风险。

(4) **行业竞争加剧风险。**

(5) **食品安全风险。**

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn