

新股申购

2022 年 2 月 25 日

路斯股份新股申购策略

——北交所新股申购策略报告之五

相关研究

《凯德石英新股申购策略-北交所新股申购策略报告之四》2022/2/17

《泓禧科技新股申购策略-北交所新股申购策略报告之三》2022/2/11

证券分析师

刘靖 A0230512070005
liujing@swsresearch.com

王雨晴 A0230522010003
Wangyq@swsresearch.com

联系人

王雨晴
(8621)23297818
15921910289
Wangyq@swsresearch.com

本期投资提示：

- **基本面：起于代工、十年成长，公司打通“配方设计-生产制造-销售运营”全链条。**公司 2011 年 8 月成立，地处山东寿光，依托大型农产品产业集群与青岛港港口优势，从海外品牌代工起家，切入宠物零食赛道。因零食生产特征为小批量、多批次，需较多人工参与，为应对品牌方严苛质量要求，公司高度注重品控、工艺积累与改进，目前已进入欧洲多个知名品牌的供应商体系，建立稳定的合作关系。**从产品结构看**，公司形成肉干、罐头、饼干和洁牙骨四大零食系列产品，其中肉干为核心业绩贡献点（收入占比 8 成以上）；**从销售渠道看**，公司海外渠道成熟；国内渠道搭建基本完成，其中一二线市场基础较好。**近几年公司战略重心调整，从生产向品牌升维，从海外向国内迁移**，有望分享国内“宠物经济”的时代红利。
- **发行方案：**本次新股发行采用直接定价方式，战略配售及超额配售，申购日期 2022 年 2 月 28 日，申购代码“889699”。初始发行规模 1304.34 万股，占发行后公司总股本的 12.58%（超配行使前），预计募资 0.94 亿元，发行后公司总市值 7.46 亿。新股发行价格 7.2 元/股，与底价相同，发行 PE(TTM)为 24.43X，近一月行业 PE(TTM)中值 35.15 倍，可比公司中宠股份、佩蒂股份 PE(TTM)分别为 58.5 倍、40 倍。网上顶格申购量 61.95 万股，需冻结资金约 446 万元，网下战略配售顶格配置，共引入战投 10 名，包括 2 家券商、1 家产业资本、7 家私募。
- **中签率测算：预计中签率区间 0.098%-0.112%。**近一月北交所打新参与度稳定，均值为 8.4%，考虑到二级交投活跃度下降，同时开户数仍处增长阶段，预计本次参与度有望保持，但小幅下降；由于本次顶格申购冻结资金规模偏小，预计单户平均冻结资金较前几只下降。假设本次打新参与度为 7%-8%，单户冻结资金规模 20 万，预计中签率区间为 0.098%-0.112%。
- **行业情况：宠物经济方兴未艾，零食赛道看国货崛起。**整体看，宠物产业链庞大、细分领域众多，已覆盖医、食、住、行四大场景，贯穿从出生到死亡的全生命周期。目前国内宠物保有率低、宠物食品渗透率低，考虑国内养宠人群新生代、高知高收入特征，宠食市场持续扩容可期。预计 2025 年宠物食品市场规模可达 2417 亿，2020-2025 年 CAGR 为 15.13%。**从竞争格局看**，国内宠物食品竞争格局较分散，外资占优势但未形成绝对主导，国产品牌更易在零售赛道突围崛起。
- **申购建议：谨慎申购。**全球宠物零食主要由中国代工，主要因其生产过程劳动力密集，且中国还有鸡鸭等原料供应优势，因此诞生了佩蒂、路斯等公司，逐步向自主品牌发展。而主粮市场空间更大，且生产过程非劳动力密集，是行业必争之地，但海外品牌的知名度+原料成本优势更大，国内乖宝等公司通过几年发展占据一定地位，但行业整体仍处于大量营销费用投入期。**考虑到路斯股份仍以宠物零食代工为主，谨慎申购。**
- **风险因素。**1) 境外销售占比较高的风险；2) 宠物零食行业增速下降的风险；3) 开拓新客户的风险；4) 毛利率下降的风险。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. “小而美” 宠物零食起家，拓主粮+渠道发力国内市场	
4	
2. 发行方案：首发估值低于同行可比，顶格申购冻结资金约 446 万	5
3. 行业情况：宠物经济方兴未艾，零食赛道看国货崛起	6
4. 公司竞争优势：客户、生产及研发、质控	7
5. 主要风险：境外销售占比较高、宠物零食行业增速下降、开拓新客户等风险	7
6. 可比公司：与中宠可比度高，公司盈利能力偏弱	8
7. 申购建议：谨慎申购	8

图表目录

图 1：路斯股份 2020 年营业收入构成（按产品）	4
图 2：路斯股份 2018-2020 年境内外收入占比.....	4
表 1：公司原有产品产能及募投项目产能情况.....	4
表 2：路斯股份重要发行要素一览	5
表 3：路斯股份可比公司收入结构	8
表 4：路斯股份可比公司财务对比.....	8
表 5：可比公司相对估值	9

1. “小而美” 宠物零食起家，拓主粮+渠道发力国内市场

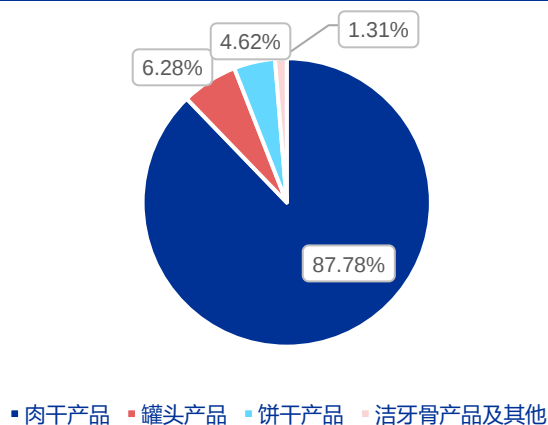
起于代工、十年成长，公司打通“配方设计-生产制造-销售运营”全链条。公司 2011 年 8 月成立，地处山东寿光，依托大型农产品产业集群与青岛港港口优势，从海外品牌代工起家，切入宠物零食赛道。因零食生产特征为小批量、多批次，需较多人工参与，为应对品牌方严苛的质量要求，公司高度注重品控管理、工艺积累与改进，目前已进入欧洲多个知名品牌的供应商体系，建立稳定的合作关系。

从产品结构看，公司已形成肉干、罐头、饼干和洁牙骨四大零食系列产品，其中肉干为核心业绩贡献点，常年收入占比 8 成以上；募投项目新增主粮系列，品类结构进一步优化。

从销售渠道看，公司大部分收入来自海外市场，报告期内海外收入占比逐年提升，其中德国、俄罗斯、芬兰为公司传统优势市场，20 年出口占营收比分别为 38.8%、11.08%和 6.75%。国内渠道搭建基本完成，一二线大型商超和渠道商基础较好。

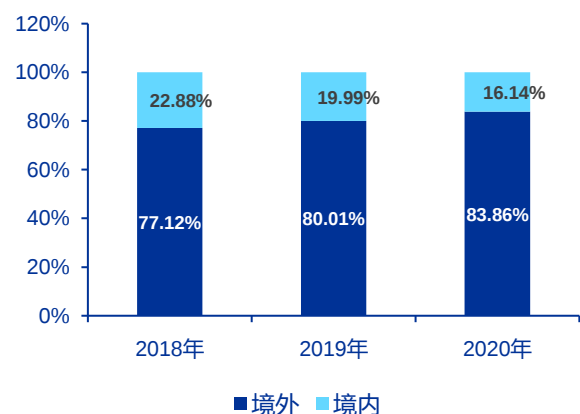
近几年公司战略重心调整，从生产向品牌升维，从海外向国内迁移。品牌方面，公司拥有“路斯”“金曼”“冠均”“手工坊”等品牌，国内市场为自有品牌的主要推广地。**运营方面，**基于一二线城市基础，公司加大二三线开发力度，逐步形成以点带面的销售网络；同时，公司线上与天猫、京东商城等电商平台深入合作，加大抖音、小红书等站外推广，推进渠道建设的立体化与精细化。

图 1：路斯股份 2020 年营业收入构成（按产品）



资料来源：wind，申万宏源研究

图 2：路斯股份 2018-2020 年境内外收入占比



资料来源：wind，申万宏源研究

表 1：公司原有产品产能及募投项目产能情况

序号	产品名称	单位	原有年产能（2020 年）	募投新增年产能
1	肉干产品	吨	8000	-
2	宠物罐头	吨	2500	-

3	宠物饼干	吨	1000	-
4	宠物洁牙骨	吨	400	-
5	犬系主粮	吨	-	18000
6	猫系主粮	吨	-	12000

资料来源：招股说明书（注册稿），申万宏源研究

2. 发行方案：首发估值低于同行可比，顶格申购冻结资金约 446 万

路斯股份发行方案主要关注点：

(1) 本次新股发行采用直接定价，发行价格 7.2 元/股，与底价相同。初始发行规模 1304.34 万股，战略配售比例为 20%，超额配售比例为 15%，实际网上发行规模 1043.47 万股（不考虑启用超额配售）。网上顶格申购量 61.95 万股，需冻结资金 446.04 万元；网下引入 10 家战配机构，包括 2 家券商、1 家产业资本、7 家私募。

(2) 发行 PE (TTM) 24.43 倍，低于近一月行业 PE (TTM) 中值 35.15 倍及可比上市公司 PE 水平，中宠股份 (002891)、佩蒂股份 (300673) 近一月 PE (TTM) 分别为 58.5 倍、40 倍。

中签率测算：

打新参与度：近一月北交所打新参与度稳定，略有下降，3 只新股参与度均值 8.4%；考虑到二级交投活跃度下降，同时开户数仍处增长阶段，至开市 100 天超 480 万，预计本次参与度有望保持，但小幅下降；**冻结资金：**本次顶格申购冻结资金规模偏小，预计平均单户冻结资金下降。综合本次发行方案，假设本次打新参与度为 7%-8%，单户冻结资金规模 20 万，预计中签率区间为 0.098%-0.112%。

表 2：路斯股份重要发行要素一览

基本信息	股票代码	832419.BJ	所属申万一级行业	农林牧渔
	股票简称	路斯股份	发行代码	889699
	定价方式	直接定价	发行价格 (元/股)	7.2
	募集金额 (万元)	9,391	主承销商	安信证券
	初始发行股份数量 (万股)	1304.34	占发行后总股本比例	12.58%
	战略配售比例	20.0%	超额配售比例	15.0%
日期与申购	路演日	2022.2.25	申购日	2022.2.28
限制	申购款退回日	2022.3.3	网上最高申购量 (万股)	61.95
基本面信息	2020 年收入 (万元)	42,391	2020 年净利润 (万元)	3,951
	2020 年综合毛利率%	21.5	2020 年加权 ROE%	15.3
	2020 年收入增长率%	22.4	2020 年归母净利润增长率%	31.0
股本信息	发行前总股本 (万股)	9,063	发行前限售股 (万股)	5,811

价格信息	发行后预计可流通比例	43.3%	老股占可流通股本比例	72.4%
	发行 PE (TTM)	24.43 倍	发行底价/PE 水平	7.2 元/24.43 倍
	发行后 2020EPS (元)	0.38	发行 PE (LYR)	18.89 倍
	停牌前 60 天交易均价	8.02	停牌收盘价 (元)	9.33

资料来源: wind,公司公告,申万宏源研究

注: 1. “发行前限售股”含限售的控股股东或实控人、高管持股、核心员工及其他; 2. 发行 PE (TTM) 按发行后股本计算, 不考虑超额配售股份数; 3. 发行 PE (LYR) 按 2020 年归母净利润计算发行后每股收益, 不考虑超额配售股份数。

3. 行业情况：宠物经济方兴未艾，零食赛道看国货崛起

消费升级和情感寄托驱动宠物产业链的持续纵向延伸和规模增长，整体看宠物产业链庞大、细分领域众多，目前已覆盖医、食、住、行四大场景，贯穿从出生到死亡的全生命周期。产业链上游包括宠物的配种、繁殖与交易，据亿欧智库数据，2020 年我国家庭宠物来源中约 43%来自宠物店购入，32%来自赠与，是宠物获取的主要途径。产业链中游为宠物食品及用品，其中宠物食品消费（主粮、零食、保健品）高频、偏刚需，在我国养宠支出中占比最高，达 54.7%。产业链下游的服务端凸显宠物消费“拟人化”趋势，已从寄养、医疗等基础服务扩展到洗护美容、宠物寄养、宠物摄影、宠物保险、宠物驯养、宠物殡葬等六大细分领域，由于服务端的入门门槛低、本地属性强，目前各细分市场的碎片化严重，短期难言行业集中度提升。

目前国内宠物保有率低、宠物食品渗透率低，考虑国内养宠人群新生代、高知高收入特征，宠食市场持续扩容可期。据艾瑞咨询数据，2020 年我国一、二线宠物保有率（养宠户数/家庭户数）为 39.1%，三到五线城市为 12.3%，同期美国、日本宠物保有率分别为 70%和 28%，在城镇化率提升和下沉市场推动下，养宠增量仍有较大提升空间；从宠食渗透率看，2020 年国内宠食渗透率仅 19%，远低于美国 90%、日本 88.5%的渗透水平，随着国内科学养宠意识和消费能力的提升，叠加宠食渠道的全域拓宽，渗透率继续提升的确定性强；国内养宠人群特征进一步保障宠食消费的长期高景气，目前 85 后到 95 后宠物主占比达 74%，本科以上学历占比超 8 成，家庭月收入在 1.5 万以上的占比高达 72%，年轻&高知高收入人群成为宠物消费的主力军。预计 2025 年宠物食品市场规模可达 2417 亿，2020-2025 年 CAGR 为 15.13%。

国内宠物食品竞争格局较分散，外资占优势但未形成绝对主导，国产品牌更易在零售赛道突围崛起。据 Euromonitor 数据，2020 年国内宠物食品 CR5 为 23.1%，其中美国玛氏市占率第一，达 10.5%，余下单一品牌市占率均不足 5%，整体分散的竞争格局既是由于行业尚处成长阶段，可容纳的企业数量多；也因渠道的线上化趋势，弱化外资品牌在大型商超、宠物商超等的先发优势。在主粮市场，

少数几家大品牌商长期耕耘，占据成本优势与配方优势，品牌形象深入人心；而在零食市场，由于零食品类多、功能差异大，宠物主的品牌忠诚度低，同时零食的小批量、多批次生产特征，更易国内企业发挥人力成本优势，与外资品牌形成差异化竞争优势。

国内本土宠物食品企业大多以代工起家，在向自主品牌的转型中，相较新兴的互联网宠物企业如疯狂的小狗、毛星球等，在生产端的基本盘稳固，供应链方面的优势明显，通过加大渠道投放与品牌形象建设，有望在行业洗牌中脱颖而出。

4. 公司竞争优势：客户、生产及研发、质控

(1) 国外优质客户积累优势。公司深耕国外市场多年，与核心客户建立了长期合作关系，订单来源稳定，且不断开发境外新客户，保持境外收入逐年稳定增长。国内市场方面，公司同时布局线上电商和线下大型商超、渠道商，路斯品牌已取得一定的知名度。

(2) 完备生产线和创新研发优势。公司已建有 2 个现代化工厂，下设 6 个高标准加工车间和市级技术研发中心，具备完整的生产研发线。公司注重产品研发，不断创新宠物食品科学配方、生产工艺和生产模式，逐渐掌握了多项核心技术及技术诀窍，公司现已取得专利 63 项，主导及参与 4 项宠物食品团体标准的制定。

(3) 质量控制体系优势。公司建立了严格的质量安全控制体系，拥有 ISO9001、FSSC22000、IFS 等系列质量认证，认证范围涵盖公司宠物食品四大类的所有产品。

5. 主要风险：境外销售占比较高、宠物零食行业增速下降、开拓新客户等风险

- (1) 境外销售占比较高的风险；
- (2) 宠物零食行业增速下降的风险；
- (3) 开拓新客户的风险；
- (4) 毛利率下降的风险。

6. 可比公司：与中宠可比度高，公司盈利能力偏弱

公司与中宠、佩蒂都是行业内产品线较丰富的企业，早期发展模式接近，近几年陆续开发自主品牌，加大国内市场开拓。在品牌知名度上，目前中宠与佩蒂更占优势。

表 3：路斯股份可比公司收入结构

代码	简称	2020 年收入结构
002891.SZ	中宠股份	宠物零食:76.67%;宠物罐头:13.92%;宠物干粮:6.36%;其他业务:2.38%;宠物用品:0.67%
300673.SZ	佩蒂股份	畜皮咬胶:33.32%;植物咬胶:31.92%;营养肉质零食:21.12%;主粮和湿粮:9.21%;其他:4.43%
832419.NQ	路斯股份	肉干产品:87.71%;罐头产品:6.28%;饼干产品:4.62%;宠物用品:0.66%;洁牙骨产品:0.65%;其他业务:0.08%

资料来源：wind, 申万宏源研究

横向对比，公司收入规模小、增速慢，但变动趋势与可比公司相近。公司核心产品肉干的原材料占比高，对应的鸡鸭等原料价格周期性波动，是影响毛利率的主要因素。

表 4：路斯股份可比公司财务对比

代码	简称	2020 收入 (百万元)	2020 归母 净利润 (百 万元)	2020 年收 入增长率 (%)	2020 年扣非 归母净利润 增长率 (%)	毛利 率%	研发支出 占比 (%)	应收账款 周转天数
002891.SZ	中宠股份	2,232.8	134.9	30.1	85.52	24.7	1.55	41.0
300673.SZ	佩蒂股份	1,339.8	114.8	32.9	157.71	25.5	1.95	55.9
832419.NQ	路斯股份	423.9	38.8	22.4	27.38	21.5	3.18	29.1

资料来源：wind、招股说明书（注册稿），申万宏源研究

7. 申购建议：谨慎申购

全球宠物零食主要由中国代工，主要因其生产过程劳动力密集，且中国还有鸡鸭等原料供应优势，因此诞生了佩蒂、路斯等公司，逐步向自主品牌发展。而主粮市场空间更大，且生产过程非劳动力密集，是行业必争之地，但海外品牌的知名度+原料成本优势更大，国内乖宝等公司通过几年发展占据一定地位，但行业整体仍处于大量营销费用投入期。考虑到路斯股份仍以宠物零食代工为主，谨慎申购。

表 5: 可比公司相对估值

代码	简称	当前总市值 (亿)	近一月 PE (TTM)
002891.SZ	中宠股份	75.9	58.5
300673.SZ	佩蒂股份	44.5	40

资料来源: wind, 申万宏源研究

注: 股价为 2022/2/24 收盘价格

信息披露

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	021-33388300	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。