

## 多产品发力稳步增长，主粮产能释放快速放量

### 投资要点

- 事件:**路斯股份发布2023年年报。2023年公司实现营收7.0亿元,同比+26.8%;实现归母净利润6839.9万元,同比+58.6%;实现扣非归母净利润6294.5万元,同比+84.1%。其中,单Q4实现营收2.0亿元,同比+9.0%;实现归母净利润1691.0万元,同比+17.4%;实现扣非归母净利润1561.3万元,同比+43.5%。
- 多产品同步发力,国内外市场均实现良好增长。**分产品看,公司肉干、饼干、洁牙骨、主粮、肉粉产品均实现增长,肉干/肉粉/主粮/罐头/饼干/洁牙骨产品分别实现收入432.7/129.9/66.5/30.0/23.4/4.4百万元,同比分别+11.4%/+59.2%/+315.58%/-8.1%/+39.4%/+48.2%。其中,伴随主粮项目一期产能释放,主粮业务占总收入比例提升至9.5%。分区域来看,受益于公司持续加大国内外市场开发力度,境内外收入增长态势良好,境外/境内收入分别达到4.3/2.8亿元,同比分别+14.2%/+54.6%。
- 人民币汇率贬值叠加规模效应显现,盈利能力提升。**2023年,公司毛利率19.87%,同比+4.71pp,受益于人民币汇率贬值及肉干产品毛利率改善,外销毛利率+5.40pp;规模化生产下,主粮、肉粉产品毛利率改善,内销毛利率+5.81pp。未来,伴随着公司产能持续释放,规模效应显现,盈利水平有望维持。
- 募投项目产能释放在即,国际市场持续发力。**境内方面,目前募投项目“年产3万吨宠物主粮项目”已全部建成,预计主粮产能释放将带来营收增长,同时助力品牌建设。此外,电子加速器辐照加工中心项目正式建成后,公司将能自主完成辐照灭菌环节,进一步提高仓储能力。境外方面,柬埔寨一期项目(宠物零食产能3000吨/年)基本建设完成,二期项目(宠物零食产能7500吨/年)已启动建设,进一步推动公司业务在国际市场的发展,提高产品国际竞争力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司24-26年归母净利润分别约为0.9/1.1/1.3亿元,未来三年归母净利润复合增速有望达22.4%。公司耕耘海外市场多年,与客户建立了长期合作关系,订单来源稳定,同时逐步加强国内市场开拓力度,未来境内外营收有望持续提升;各生产线相继落地,产能快速爬坡,支撑核心业务增速,同时凭借主粮产品打造第二增长曲线。综上,维持“买入”投资评级,建议关注。
- 风险提示:**产品同质化竞争、主要客户集中度较高、宠物零食行业增速下降、产能过剩、募投项目产品市场开拓、海外经营等风险。

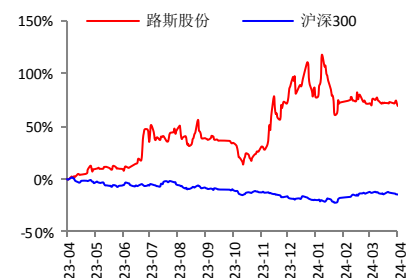
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	696.31	850.16	1038.05	1188.75
增长率	26.82%	22.09%	22.10%	14.52%
归属母公司净利润(百万元)	68.40	86.16	106.76	125.50
增长率	58.58%	25.96%	23.91%	17.55%
每股收益EPS(元)	0.66	0.83	1.03	1.21
净资产收益率ROE	13.87%	15.07%	15.97%	16.07%
PE	15	12	10	8
PB	2.15	1.85	1.58	1.35

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 同花顺 iFind

### 基础数据

总股本(万股)	10,344.64
流通A股(万股)	9,275.75
52周内股价区间(元)	4.90-13.00
总市值(亿元)	10.33
总资产(亿元)	6.61
每股净资产(元)	4.64

### 相关研究

- 路斯股份(832419.BJ): 宠物食品专精特新企业,募投开辟第二增长曲线(2023-08-21)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：公司募投项目“年产 3 万吨宠物主粮项目”中，一期年产 1.2 万吨主粮生产线于 2022 年 6 月投入使用，产能释放顺利，二期年产 1.8 万吨主粮生产线于 2023 年 12 月达到预定使用状态。伴随着产能释放，公司主粮产品有望迎来快速增长。我们假设 2024-2026 年主粮产品产量提升至 1.2/2.0/2.6 万吨，销售单价保持 1.25 万元/吨，预计毛利率稳定在 18.2%/18.2%/18.2%。

假设 2：伴随着疫情结束出口形式逐渐好转，肉干产品销量预计于今年开始回暖，同时肉干产品柬埔寨工厂将于今年年底落地，满足海外市场需求。由于柬埔寨工厂产品销售单价略低于国内，我们假设 2024-2026 年公司肉干产品销售单价小幅调整为 5.25/5.15/5.10 万元/吨，销量随产能扩充至约 0.9/1.1/1.2 万吨，由于出口环境改善，且公司的海外柬埔寨工厂产能释放将降低肉干产品的生产成本，同时公司持续加强成本管控，预计毛利率将提升至 24%/24%/24%。

假设 3：公司肉骨粉产能逐渐释放，肉骨粉产品进入快速放量期。由于公司未披露肉骨粉产品销售销量与单价，我们预计 2024-2026 年，公司肉骨粉产品营业收入同比增速将维持 5%，产品生产规模化将使生产成本降低，且公司持续加强成本管控，预计毛利率提升至 6%/6%/6%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
肉干产品	收入	432.7	489.0	562.3	618.6
	增速	11.4%	13.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
肉粉产品	收入	129.9	136.4	143.2	150.4
	增速	59.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
主粮产品	收入	66.4	149.5	246.7	320.7
	增速	315.7%	125.0%	65.0%	30.0%
	毛利率	18.2%	18.2%	18.2%	18.2%
饼干产品	收入	23.4	29.2	36.5	45.6
	增速	39.4%	25.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	33.7%	33.5%	33.5%	33.5%
罐头产品	收入	30.0	31.5	34.1	37.5
	增速	-8.1%	5.0%	8.0%	10.0%
	毛利率	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
洁牙骨产品	收入	4.4	4.7	4.9	5.1
	增速	48.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	49.7%	49.5%	49.5%	49.5%

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
其他产品	收入	9.4	9.9	10.4	10.9
	增速	-12.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
总计	收入	696.3	850.2	1038.1	1188.7
	增速	26.8%	22.1%	22.1%	14.5%
	毛利率	19.9%	20.1%	20.2%	20.2%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	696.31	850.16	1038.05	1188.75	净利润	68.83	86.75	107.53	126.40
营业成本	557.93	679.34	828.52	948.03	折旧与摊销	23.22	17.98	19.45	20.24
营业税金及附加	2.78	3.50	4.14	4.79	财务费用	-5.83	-10.13	-11.68	-12.04
销售费用	24.32	27.81	34.73	39.48	资产减值损失	-0.26	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	23.96	55.26	65.40	71.32	经营营运资本变动	45.14	-44.69	-19.02	-23.40
财务费用	-5.83	-10.13	-11.68	-12.04	其他	-26.69	0.70	1.24	-0.88
资产减值损失	-0.26	-1.00	-1.00	-1.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>104.40</b>	<b>49.62</b>	<b>96.52</b>	<b>109.32</b>
投资收益	2.13	0.50	0.50	0.50	资本支出	-22.46	-35.00	-36.00	0.00
公允价值变动损益	1.46	0.50	0.56	0.62	其他	-12.38	6.82	-8.35	0.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-34.84</b>	<b>-28.18</b>	<b>-44.35</b>	<b>0.57</b>
<b>营业利润</b>	<b>78.25</b>	<b>96.37</b>	<b>119.01</b>	<b>139.28</b>	短期借款	25.03	-25.05	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.85	-0.56	-0.65	-0.62	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>77.40</b>	<b>95.81</b>	<b>118.35</b>	<b>138.65</b>	股权融资	-4.53	0.00	0.00	0.00
所得税	8.57	9.06	10.83	12.25	支付股利	-5.13	-7.41	-10.11	-13.04
净利润	68.83	86.75	107.53	126.40	其他	-4.17	1.53	13.18	13.04
少数股东损益	0.43	0.59	0.77	0.90	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>11.20</b>	<b>-30.92</b>	<b>3.07</b>	<b>0.00</b>
归属母公司股东净利润	68.40	86.16	106.76	125.50	<b>现金流量净额</b>	<b>83.94</b>	<b>-9.48</b>	<b>55.24</b>	<b>109.89</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	171.70	162.22	217.45	327.34	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	55.99	73.19	87.22	100.42	销售收入增长率	26.82%	22.09%	22.10%	14.52%
存货	97.47	117.98	142.74	164.39	营业利润增长率	73.19%	23.16%	23.49%	17.03%
其他流动资产	44.45	53.32	56.24	59.64	净利润增长率	57.91%	26.04%	23.95%	17.55%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	71.41%	8.97%	21.65%	16.32%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	224.44	242.53	260.15	240.98	毛利率	19.87%	20.09%	20.19%	20.25%
无形资产和开发支出	41.37	40.30	39.23	38.16	三费率	6.10%	8.58%	8.52%	8.31%
其他非流动资产	25.75	29.75	34.25	37.25	净利率	9.88%	10.20%	10.36%	10.63%
<b>资产总计</b>	<b>661.17</b>	<b>719.29</b>	<b>837.29</b>	<b>968.18</b>	ROE	13.87%	15.07%	15.97%	16.07%
短期借款	35.05	10.00	10.00	10.00	ROA	10.41%	12.06%	12.84%	13.06%
应付和预收款项	56.40	69.01	83.58	95.90	ROIC	16.93%	18.96%	20.54%	22.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.73%	12.26%	12.21%	12.41%
其他负债	73.44	64.52	70.52	75.74	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>164.88</b>	<b>143.53</b>	<b>164.11</b>	<b>181.64</b>	总资产周转率	1.15	1.23	1.33	1.32
股本	103.45	103.35	103.35	103.35	固定资产周转率	3.44	3.97	4.58	5.31
资本公积	85.25	85.35	85.35	85.35	应收账款周转率	15.34	15.92	15.62	15.27
留存收益	306.55	385.30	481.95	594.40	存货周转率	5.49	6.29	6.29	6.11
归属母公司股东权益	479.67	558.55	655.20	767.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.01%	—	—	—
少数股东权益	16.62	17.21	17.98	18.89	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>496.29</b>	<b>575.76</b>	<b>673.18</b>	<b>786.54</b>	资产负债率	24.94%	19.95%	19.60%	18.76%
负债和股东权益合计	661.17	719.29	837.29	968.18	带息债务/总负债	21.25%	6.97%	6.09%	5.51%
					流动比率	2.87	3.86	4.05	4.63
					速动比率	2.12	2.74	2.90	3.46
					股利支付率	7.49%	8.60%	9.47%	10.39%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	95.64	104.22	126.78	147.47	每股收益	0.66	0.83	1.03	1.21
PE	15.11	12.00	9.68	8.23	每股净资产	4.64	5.40	6.34	7.43
PB	2.15	1.85	1.58	1.35	每股经营现金	1.01	0.48	0.93	1.06
PS	1.48	1.22	1.00	0.87	每股股利	0.05	0.07	0.10	0.13
EV/EBITDA	8.82	7.88	5.97	4.38					
股息率	0.50%	0.72%	0.98%	1.26%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所  
须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录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报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---