

路斯股份 (832419)

证券研究报告

2024年05月08日

宠物经济火热，路斯乘风突围！

路斯股份：聚焦宠物食品领域，产能国内外布局

公司自成立以来专注于宠物食品领域，不断对宠物食品的生产工艺和配方进行优化升级，产品涉及宠物用主粮、肉干、罐头等系列 1000 多个品种。公司拥有 3 个现代化工厂，境外设立柬埔寨工厂 1 座，下设 7 个高标准加工车间，1 个市级技术研发中心。近些年，公司营业收入保持高速增长，2016-2023 年间营业收入 CAGR 达 14.3%，主粮产线的投产和国内自主品牌崛起有望成为未来业绩增长主要助推力。

宠物行业：全球宠物市场规模稳健增长，我国宠物消费年轻化趋势明显

据欧睿国际数据，2022 年全球宠物食品市场规模达 1221.7 亿美元，2017-2022 年间 CAGR 达 8%。据京东宠物《2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，2022 年我国宠物渗透率为 20%。相比之下，2021 年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别为 70%、57%和 46%，国内养宠渗透率相较于成熟市场还有很大提升空间。2023 年，我国城镇宠物消费市场规模达 2793 亿元，犬猫数量实现“双升”。我国宠物食品行业集中度较低，近些年宠物主对国产品牌偏好度提升，国产品牌有望凭借创新突围。

路斯研发实力强劲，生产工艺领先

公司地处山东，控股股东禽肉生产能力强，公司在禽肉等原材料获取方面具备优势。公司坚持以创新驱动公司业务，形成了从宠物食品市场开辟、产品设计、生产制造到产品销售服务的体系。截至 2023 年末，公司研发机构共有专职研发人员 179 人，拥有授权专利 96 项，发明专利 4 项。公司已掌握了包括低温热风干燥制备宠物零食、宠物罐头加工制备、冷冻破碎磨骨泥等核心技术，为公司发展提供了重要支持。

肉干产品毛利率稳定，募投主粮产能释放顺利

公司主要产品包括宠物主粮、宠物零食、肉粉产品三大类。公司宠物零食产品包括肉干产品、罐头、饼干、洁牙骨等。2023 年公司肉干产品的营收占 60%以上，是公司盈利的主要来源。公司募集资金主要用于“年产 3 万吨宠物主粮项目”的建设，主粮项目一期年产 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。根据 2023 年年报，公司主粮产品收入同比实现大幅增长，毛利率明显上升。根据淘宝数据，与其他同类商品比较，公司的主粮产品性价比具备优势。

国内自主品牌加速全渠道布局，多元化营销助力提升知名度

公司在线上线下同时布局国内自主品牌销售。近些年网络服务费占公司销售费用比例提升，占比由 2018 年的 7.2%上升至 2023 年的 27.6%，与天猫、拼多多、京东、抖音和小红书等国内知名电商平台建立深度合作，推广产品。得益于对线上销售渠道的重视，公司 2023 年境内收入增速达 54.6%，远超境外收入增速 14.2%。

盈利预测：预计公司 2024/25/26 年营收 8.24/10.02/12.12 亿元，yoy+18%/22%/21%，归母净利润 0.85/1.06/1.26 亿元，同比+24%/25%/19%。我们认为公司宠物食品产品覆盖全面，主粮有望成为第二增长曲线，考虑到公司未来主粮产能释放，给予 24 年 20xPE，目标市值 17 亿元，目标价为 16.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：OEM 业务模式风险；对主要客户依赖的风险；原材料价格波动风险；测算具有一定主观性。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	549.05	696.31	823.56	1,001.84	1,211.81
增长率(%)	19.65	26.82	18.27	21.65	20.96
EBITDA(百万元)	65.87	114.38	116.36	152.92	196.35
归属母公司净利润(百万元)	43.13	68.40	84.61	106.11	125.87
增长率(%)	41.94	58.58	23.70	25.41	18.62
EPS(元/股)	0.42	0.66	0.82	1.03	1.22
市盈率(P/E)	21.44	13.52	10.93	8.72	7.35
市净率(P/B)	2.20	1.93	1.56	0.86	0.57
市销率(P/S)	1.68	1.33	1.12	0.92	0.76
EV/EBITDA	7.96	8.78	6.40	4.54	3.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.95 元
目标价格	16.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	103.35
流通 A 股股本(百万股)	92.79
A 股总市值(百万元)	924.95
流通 A 股市值(百万元)	830.48
每股净资产(元)	4.78
资产负债率(%)	27.74
一年内最高/最低(元)	13.00/6.18

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 公司简介：深耕宠物食品行业多年，品类持续扩张	5
1.1. 发展历程：聚焦宠物食品，品类持续扩张	5
1.2. 股权结构：股权结构相对集中，控股股东禽肉优势明显	5
1.3. 财务分析：收入保持持续增长，2023 年业绩亮眼	7
1.3.1. 业绩总览：收入保持高增长，2023 年同比增速达 26.8%	7
1.3.2. 收入拆分：境外订单稳健，境内业务增长快！	8
1.3.3. 盈利能力：原材料价格波动影响毛利率，2023 年毛利率提升	9
2. 宠物食品行业持续高景气，头部国产品牌有望突围	11
2.1. 全球宠物市场规模稳健增长，宠物食品市场集中度较高	11
2.2. 国内宠物市场蓬勃发展，宠物食品占比超五成	12
2.2.1. 我国宠物犬猫总数、市场规模均保持增长，看好未来空间！	12
2.2.2. 我国宠物食品市场持续增长，精细化创新是趋势	14
2.3. 国内宠物食品行业集中度较低，国产品牌有望突围	15
3. 公司优势：产品矩阵布局获认可，国内营销发力显成效	17
3.1. 注重研发创新，积极丰富产能布局	17
3.1.1. 研发实力强劲，生产工艺领先	17
3.1.2. 募投主粮产能释放顺利，强化海外产能布局	19
3.2. 产品矩阵丰富，看好主粮未来放量！	19
3.2.1. 产品类型丰富，满足市场多元需求	19
3.2.2. 肉干产品有优势，收入占比高	21
3.2.3. 主粮产品性价比高，支撑营收大幅增长，看好未来持续成长空间	22
3.3. 境外代工业务获大客户认可，境内自主品牌营销发力！	23
3.3.1. 境外代工：与大客户建立长期合作，境外业务稳定发展	23
3.3.2. 境内自主品牌：营销模式创新化转变，积极投入扩展国内市场	23
4. 盈利预测与空间	26
4.1. 盈利预测	26
4.2. 目标市值	27
5. 风险提示	27

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构示意图	7
图 3：公司近年营收及增速（亿元，%）	7
图 4：公司近年归母净利润（亿元，%）	7
图 5：公司境内外收入拆分（亿元）	8
图 6：境内、境外营业收入增长速度（%）	8
图 7：2018-2023 年境内收入及增速（亿元）	8

图 8: 2019-2023 年公司境外前五大客户销售收入情况 (亿元)	9
图 9: 2018-2023 年境外收入及增速 (亿元)	9
图 10: 2021 年 1-6 月各项成本占比	9
图 11: 2021 年 1-6 月 原料在直接材料成本中占比超五成	9
图 12: 公司历年销售毛利率以及销售净利率	10
图 13: 公司历年境内及境外毛利率	10
图 14: 公司历年各项费用率 (%)	10
图 15: 公司历年存货周转天数及周转率	11
图 16: 公司历年总资产及总资产周转率 (亿元)	11
图 17: 美国宠物市场规模及 YOY (亿美元, %)	11
图 18: 2022 年美国宠物细分板块占比 (%)	11
图 19: 日本近年新增宠物数量 (万只)	12
图 20: 全球宠物食品市场规模及 yoy (百万美元, %)	12
图 21: 2021 年全球宠物食品品牌市占率 (%)	12
图 22: 我国犬猫数量变化 (万只)	13
图 23: 城镇 (犬猫) 消费市场规模 (亿元)	13
图 24: 各国宠物渗透率对比	13
图 25: 各国单只宠物犬、猫平均消费金额对比 (人民币元)	13
图 26: 2022-2023 年宠主城市线分布 (%)	14
图 27: 2022-2023 年宠主年龄分布 (%)	14
图 28: 宠物食品分类	14
图 29: 宠物 (犬猫) 消费结构变化 (%)	15
图 30: 宠主主粮购买渠道 (%)	15
图 31: 犬主人购买主粮品类 (%)	15
图 32: 猫主人购买主粮品类 (%)	15
图 33: 我国宠物食品品牌阵营分布情况	16
图 34: 2021 年各国宠物品牌 CR5 (%)	16
图 35: Orijen 在中国宠物食品的市占率 (%)	16
图 36: 犬主粮品牌偏好 (%)	17
图 37: 猫主粮品牌偏好 (%)	17
图 38: 公司历年研发费用 (单位: 万元)	17
图 39: 2023 年全国白羽肉鸡屠宰量分省排名——山东具备明显区域优势	18
图 40: 公司历年产能情况 (单位: 吨)	19
图 41: 公司主要宠物零食产品	20
图 42: 公司主要宠物主粮产品	20
图 43: 2021-2023 年公司各产品营收情况 (百万元)	21
图 44: 2023 年公司各产品营收占比 (%)	21
图 45: 2016-2023 年公司各类产品营收 (亿元)	22
图 46: 各产品 2016-2023 年 CAGR (%)	22
图 47: 2018-2023 年公司各类产品毛利率 (%)	22
图 48: 2016-2023 年公司前三大客户销售额占比 (%)	23

图 49: 2016-2023 年公司前三大客户营收增长情况 (亿元)	23
图 50: 公司具体销售模式	24
图 51: 公司 2024 年京宠展产品&上新	24
图 52: 淘宝天猫旗舰店、京东、小红书、拼多多公司产品	25
图 53: 公司产品抖音直播界面	25
图 54: 公司网络服务费变化 (万元)	25
图 55: 2018-2023 年境内收入及增速 (亿元)	25
表 1: 路斯股份董事及高管团队情况简介	6
表 2: 公司生产工艺的创新优化	18
表 3: 公司产品配方的创新开发	20
表 4: 2024 年 3 月淘宝各品牌部分宠物主粮价格	23
表 5: 公司收入拆分预估	26
表 6: 同类可比公司 PE 对比	27

1. 公司简介：深耕宠物食品行业多年，品类持续扩张

公司成立于 2011 年，从事宠物食品的生产、销售和研发，主要产品包括肉干产品、宠物主粮、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨等大类，每个大类下包含丰富的细分品种。公司重视产品质量控制，先后通过了 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。公司主要通过出口和国内销售宠物食品并提供后续服务支持获得收入并盈利。

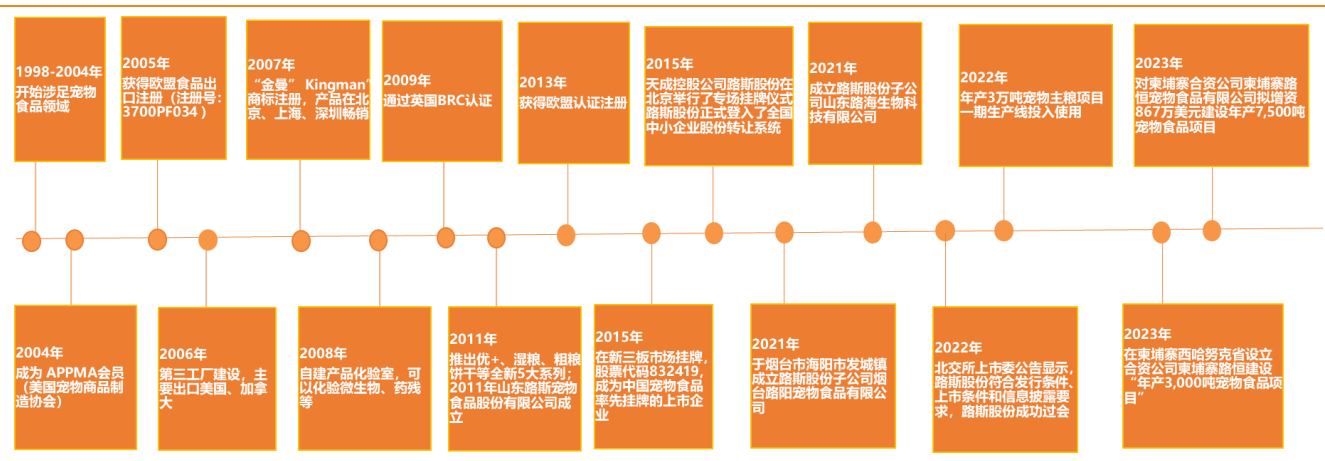
1.1. 发展历程：聚焦宠物食品，品类持续扩张

公司目前拥有 3 个现代化工厂，境外设立柬埔寨工厂 1 座，下设 7 个高标准加工车间，1 个市级技术研发中心。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。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。

公司重视产品质量控制，先后通过了 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。公司先后获得“中国轻工业宠物用品行业十强企业”，“2020 山东宠物食品企业十强”，“山东省专精特新中小企业”，“山东省制造业单项冠军”，“美国 APPA 会员”，“AAA 级信用企业”等荣誉和奖项。

截至 2023 年末，公司拥有注册商标 103 项，授权专利 96 项，其中发明专利 4 项。经过多年的发展与技术积累，公司的产品种类不断丰富，生产规模不断扩大，公司产品主要出口到德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等全球 50 余个国家和地区，并已得到国内市场与客户的认可，公司内销主要通过天猫、拼多多、京东、抖音和小红书等渠道开设线上自营店，并通过包括但不限于大型商超、渠道商、宠物店等线下实体店销售公司产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构：股权结构相对集中，控股股东禽肉优势明显

公司控股股东为山东寿光天成食品集团有限公司，公司实际控制人为郭洪谦、郭百礼。郭洪谦持有寿光天成集团 47.05% 的股权，为其第一大股东和董事长；郭百礼系郭洪谦之子，为公司法定代表人，直接持有公司 4.72% 的股份。截至 2024 年 4 月 10 日，公司第一大股东郭洪谦通过寿光天成食品间接持有公司 17.78% 股份。郭洪谦、郭百礼父子合计持有公司股份 22.50%。

控股股东具备很强的禽肉生产能力。山东寿光天成食品集团有限公司创建于 1980 年，是

一家以樱桃谷肉鸭和宠物食品加工产业为主的企业。根据公司官网，天成集团具备年产优质雏鸭苗 8612 万羽、屠宰加工樱桃谷肉鸭 20 万吨、生产饲料 30 万吨、加工宠物食品 2 万吨的生产能力。公司位于山东寿光，地理位置优越，集团总部分别在寿光开发区、羊口经济功能区等地建有山东天成鑫利农业发展有限公司、山东路斯宠物食品股份有限公司、寿光市新城食品有限公司等。

表 1：路斯股份董事及高管团队情况简介

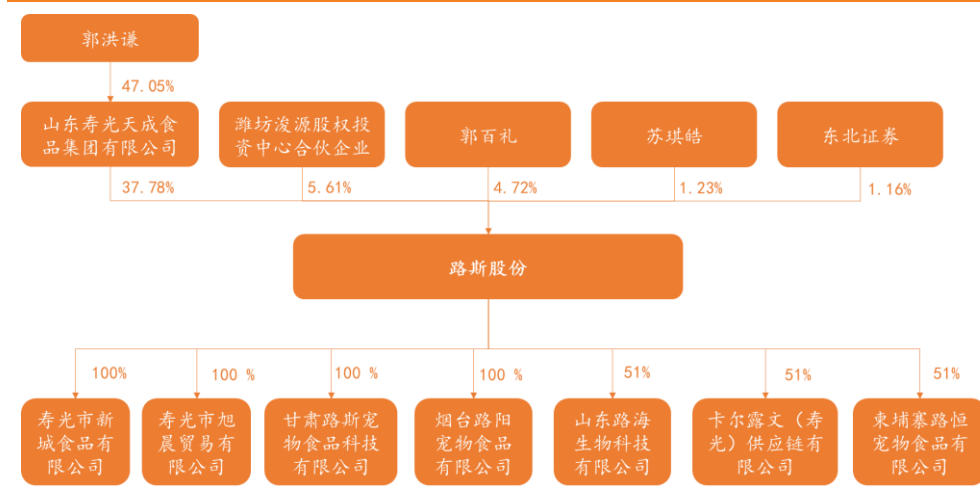
姓名	职务	任职日期	个人简历
郭百礼	董事长	2018-12-01	曾任职于寿光农村信用社、寿光农村合作银行张建桥支行；2008 年 9 月至今，任天成集团总经理。现兼任甘肃路斯董事长、山东路海生物科技有限公司董事长、天成饲料执行董事兼总经理、天成投资执行董事兼总经理、天成物流执行董事兼总经理、天成种禽执行董事兼总经理、上海达瑞投资发展有限公司执行董事兼总经理等。
孙洪学	董事、总经理	2020-06-15	曾任哈尔滨正大集团生产部生加工主任及计划科主任、烟台利昌食品有限公司销售经理、新城食品销售经理；2011 年 8 月至 2017 年 6 月，任公司职工监事、内销部总监；2017 年 6 月至今，任公司董事、总经理。2021 年 8 月至今，任路海生物董事兼总经理、路阳宠物执行董事兼经理。
郑保永	董事、副总经理	2020-06-15	曾任山东寿光后张种鸡厂孵化车间主任、寿光天健化工有限公司车间主任、生产经理、副总经理、总经理等。2017 年 6 月至今，历任公司行政部经理、董事、副总经理；现兼任寿光市天健化工有限公司监事。
寇兴刚	董事、副总经理	2020-06-15	2000 年 7 月至 2008 年 10 月，任职于寿光鲁东会计师事务所；2008 年 10 月至 2014 年 10 月，任天成集团资本运营部总监；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。
李海清	副总经理	2020-06-15	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	副总经理	2020-06-15	曾任寿光金鹏玩具有限公司出口部业务员、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。
郭百磊	副总经理	2020-06-15	曾任山东寿光天成食品集团有限公司财务主管；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	副总经理	2023-01-16	曾任寿光市第二食品工业公司车间主任、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。
李永峰	财务负责人	2023-07-05	曾任寿光市六丰实业有限公司会计、山东寿光天成食品集团有限公司会计、寿光市新城食品有限公司会计等。2016 年 5 月至今，历任公司会计、财务部经理，财务部总监。
李中文	董事会秘书	2023-07-05	曾任山东寿光天成食品集团有限公司资本运营部主任。2014 年 11 月至今，历任公司证券部经理、总监。现兼任上海达瑞投资发展有限公司监事，聊城企航会计服务有限公司监事。

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

截至 2024 年 4 月，公司拥有 7 家控股子公司。公司近期与北京瀚海智云信息科技有限公司、北京安美生医药科技有限公司共同投资设立卡尔露文（寿光）供应链有限公司，完善公司产业链布局。同时，为强化海外市场战略布局，完善境外子公司经营设施，公司与温州锦恒宠物用品有限公司拟对柬埔寨合资公司 CAMBODIAN LUHENG PET FOOD CO.,LTD.（柬埔寨路恒宠物食品有限公司）增资 1,700 万美元，其中：公司以自有资金出资 867 万美元，占增资比例的 51%；温州锦恒以自有资金出资 833 万美元，占增资比例的 49%。此

次增资完成后，路恒宠物的注册资本将增加至 2,000 万美元。此次增资拟用于建设年产 7,500 吨宠物食品项目。

图 2：公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所，股东明细情况截止 2024 年 Q1

1.3. 财务分析：收入保持持续增长，2023 年业绩亮眼

1.3.1. 业绩总览：收入保持高增长，2023 年同比增速达 26.8%

公司营业收入保持持续高增长。根据公司发布的 2023 年年报数据，2023 年公司实现营业收入 6.96 亿元，同比增长 26.82%。2016-2023 年间营收 CAGR 达 14.31%。公司实现毛利率 19.87%，2022 年同期为 15.16%，上升 4.71 个百分点。归母净利润 0.68 亿元，同比增长 58.6%。

2023 年业绩高速增长的主要因素有：

- （1）公司持续加大市场开发力度，着力建设自有品牌，境内外收入均实现良好增长。
- （2）募投主粮项目产能逐步释放，主粮产品收入同比实现大幅增长，毛利率明显上升；分区域看，公司境内外收入均实现良好增长，境内增速快于境外；从产品看，公司主粮产品收入同比实现大幅增长，肉干、肉粉等产品对收入增长的贡献也较为显著。
- （3）公司持续加强产品研发和成本管控，同时受益于人民币汇率贬值，公司肉干产品毛利率明显改善。

图 3：公司近年营收及增速（亿元，%）

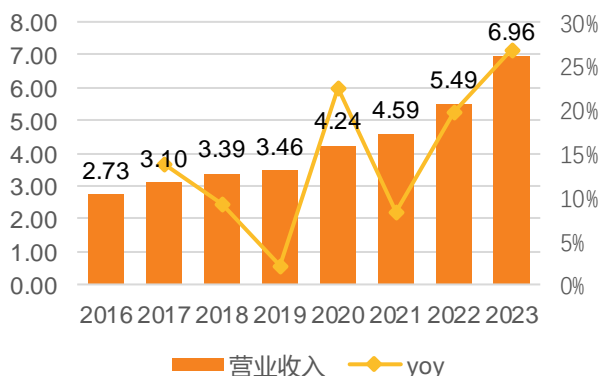
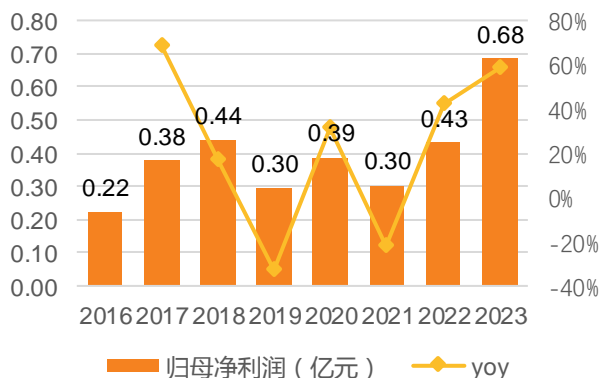


图 4：公司近年归母净利润（亿元，%）



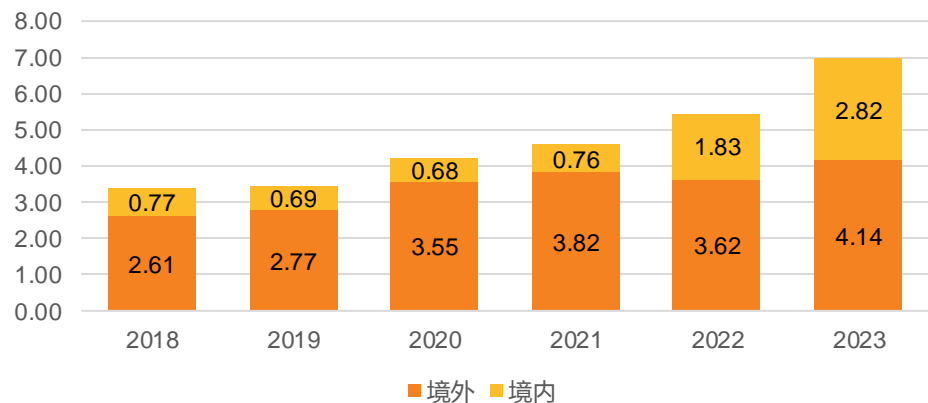
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3.2. 收入拆分：境外订单稳健，境内业务增长快！

境内收入增速超境外，2023 年境内收入超 2.8 亿。公司产品以出口为主，国内销售为辅。目前公司主要通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，并通过参加国内展会、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。分销售区域看，2023 年公司境内实现销售收入 2.82 亿元，占比 40.57%，境外实现销售收入 4.14 亿元，占比 59.43%。境内 2018-2023 年间营收 CAGR 达 29.6%；境外 2018-2023 年间营收 CAGR 为 9.7%。

图 5：公司境内外收入拆分（亿元）



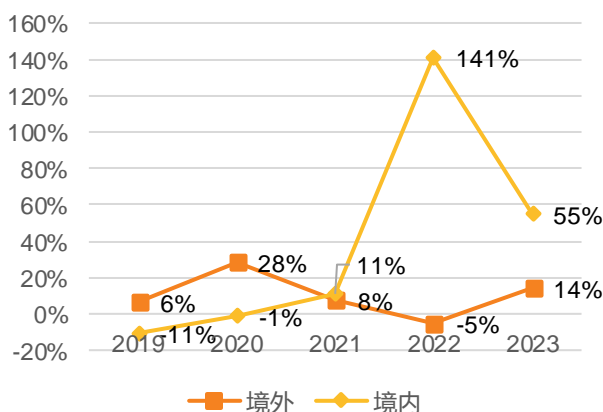
资料来源：wind，天风证券研究所

1) 国内市场：增速高于境外，2023 年境内收入规模近 3 亿

公司在国外市场的营收规模明显超过了国内市场，但从增长率的角度来看，国内部分的增长速度更快。境内 2018-2023 年间营收 CAGR 达 29.6%，而 2023 年的增长幅度更是达到 54.6%，使得国内营收规模超过了 2.8 亿。

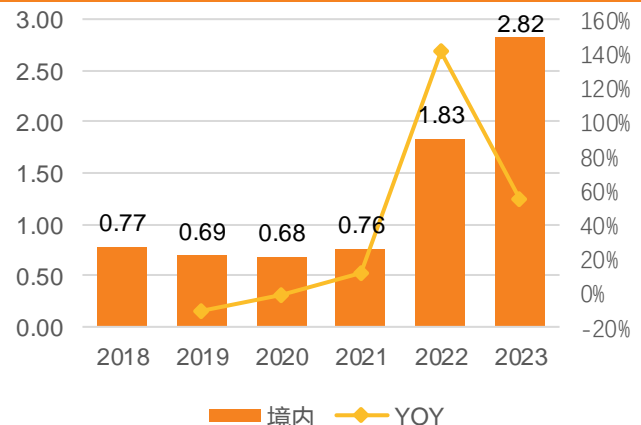
公司对国内市场的销售，具体可分为线上和线下销售两种渠道。线上销售渠道：主要通过天猫、拼多多、京东、抖音和小红书开设线上自营店，推广路斯品牌以及进行产品销售。线下销售渠道：通过线下实体店推销路斯产品，主要包括大型商超、渠道商、宠物店等。

图 6：境内、境外营业收入增长速度（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2018-2023 年境内收入及增速（亿元）



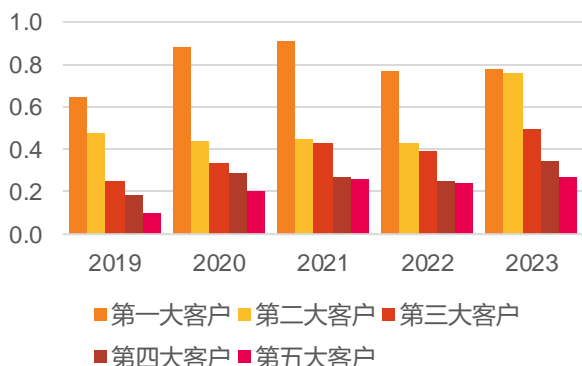
资料来源：wind，天风证券研究所

2) 境外市场：代工为主，收入增长总体稳健

在国外市场，公司产品出口以 OEM 为主。在欧美等发达国家和地区，宠物食品市场发展较为成熟，一些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，而新进品牌的营销成本和风险相对较高，因此，公司与当地的知名厂商进行合作，以 OEM 方式进入当地市场。公司客户大部分为欧洲知名宠物产品品牌商，其大多不从事生产，主要从

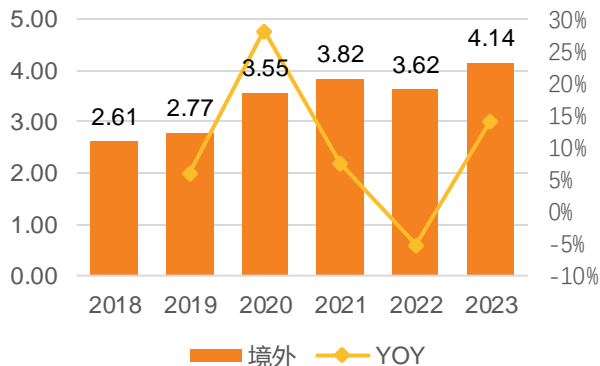
生产企业购买加工完成的宠物产品，再通过零售超市、宠物产品专卖店等渠道出售给最终消费者。公司核心客户均有严格的供应商认定体系，经过长期合作，公司与核心客户之间已经形成长期、稳定的业务关系，具有较强的客户资源壁垒。公司 2023 年境外市场收入达 4.14 亿元。

图 8：2019-2023 年公司境外前五大客户销售收入情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2018-2023 年境外收入及增速（亿元）

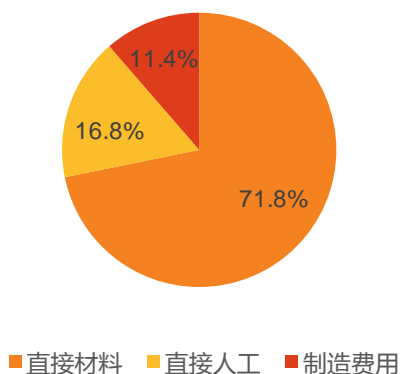


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3.3. 盈利能力：原材料价格波动影响毛利率，2023 年毛利率提升

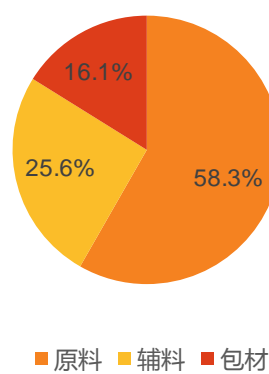
公司综合毛利率水平主要受产品价格、原材料价格、产品结构以及外汇汇率变化等综合因素影响。公司 2019 年毛利率相比 2018 年有所下降，主要是公司生产所需的鸡肉、鸭肉等主要原材料的市场价格波动具有周期性，2018 年下半年主要原材料鸡肉、鸭肉价格开始上涨，至 2019 年涨至高位，使得产品的单位成本快速上升，成本上升幅度大于价格上升幅度，导致肉干产品的毛利率大幅下降。2020 年度毛利率相比 2019 年度相比略有所回升，主要系受汇率波动影响和原材料鸡肉、鸭肉处于相对高位的影响。公司 2023 年实现毛利率 19.87%，去年同期为 15.16%，上升 4.71 个百分点，其中外销收入毛利率上升 5.40 个百分点，内销收入毛利率上升 5.81 个百分点。公司持续加强产品研发和成本管控，同时受益于人民币汇率贬值，公司肉干产品毛利率改善，使得出口毛利率上升；规模化生产带动主粮产品、肉粉产品毛利率改善，使得内销毛利率上升。

图 10：2021 年 1-6 月各项成本占比



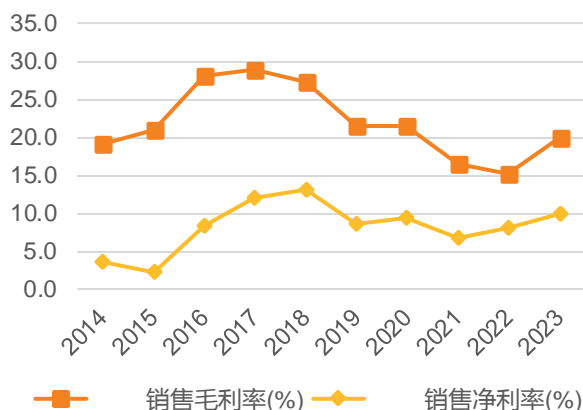
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 11：2021 年 1-6 月 原料在直接材料成本中占比超五成



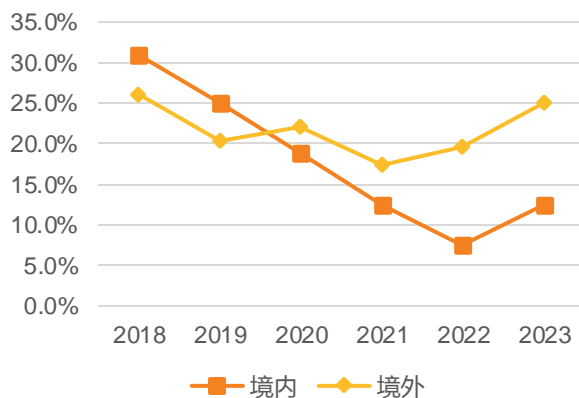
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：公司历年销售毛利率以及销售净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：公司历年境内及境外毛利率

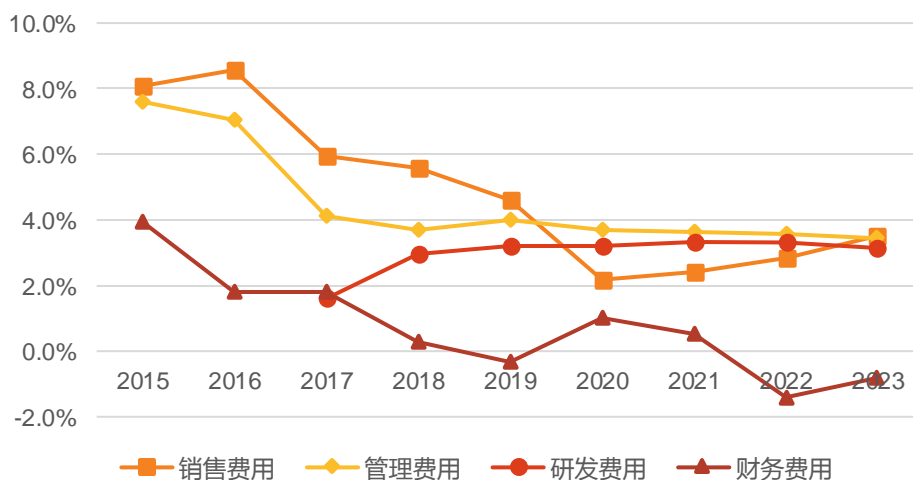


资料来源：Wind，天风证券研究所

净利率方面，2022 年公司实现归母净利润 0.43 亿元，归母净利率为 7.9%，同比提升 1.3pct。2023 年公司实现归母净利润 0.68 亿元，归母净利率为 9.8%，同比提升 1.97pct。

自 2015 年开始，由于营收规模的增长以及销售费用率的降低，公司对费用的管理严格，费用率总体控制在稳定水平。随着公司国内市场加大布局，我们预计销售费用率将保持自 2020 年起的上涨趋势。

图 14：公司历年各项费用率 (%)



资料来源：Wind，公司招股说明书，天风证券研究所

存货周转方面，2023 年存货周转率达 5.5 次，总体来看公司周转率自 2015 年以后有上升趋势，总资产周转率也随着公司规模上升而提高。周转率与公司的采购及生产模式高度相关：

- 采购模式：**公司采购业务由采购部负责，依据采购业务的相关制度具体运作。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。对于原材料、辅料、包装材料等主要材料的采购，每月底公司根据订单情况制定下个月的生产计划，并根据生产计划，结合公司原材料库存和原材料周转率等情况，制定采购计划，由采购部组织实施。公司还会定期根据原材料实际库存情况，调整采购计划。
- 生产模式：**公司采用“以销定产”为主的模式来组织生产，生产部负责具体生产工作。销售部取得订单后，生产部会同研发部、采购部、质检部，按照客户确定的产品规格、数量需求、供货时间和质量要求制定相应的生产计划，包括组织合同评审、制定采购

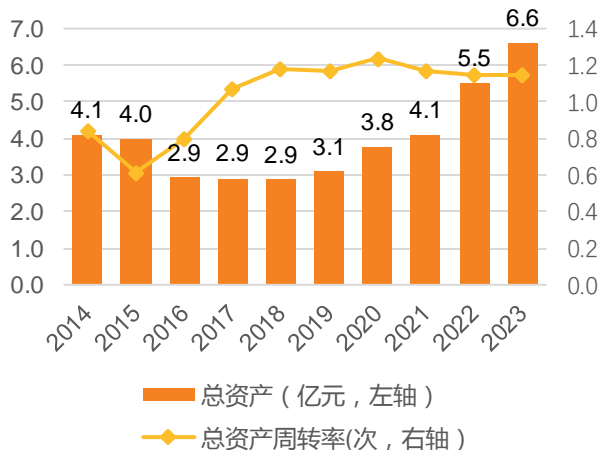
方案、安排生产时间、协调各项资源等，生产计划制定完毕后再授予具体车间，各车间根据生产计划填写《领料单》，领取所需物料并按产品质量控制的标准进行生产。生产完成并经质量检测合格后进行包装、入库。后续由各销售部门、仓储人员按照客户订单要求组织发货和产品交付。

图 15: 公司历年存货周转天数及周转率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 公司历年总资产及总资产周转率 (亿元)



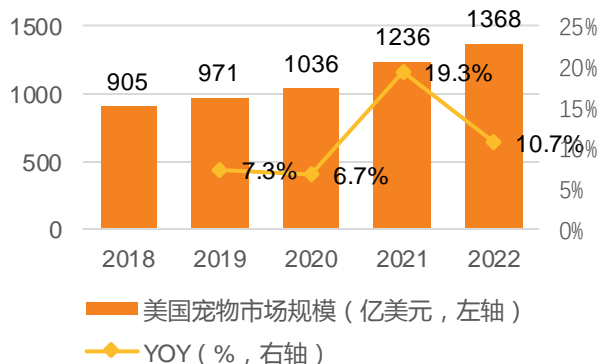
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 宠物食品行业持续高景气，头部国产品牌有望突围

2.1. 全球宠物市场规模稳健增长，宠物食品市场集中度较高

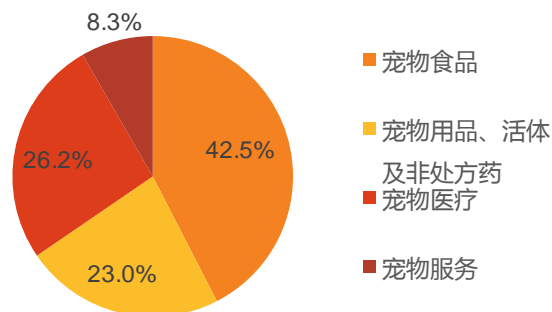
2022 年美国宠物市场规模达 1368 亿美元，实现高基数下的高增长。根据 APPA 数据，2022 年美国已有约 66% 的家庭拥有宠物，拥有至少一只宠物的家庭数量达 8690 万。2022 年美国宠物市场规模达 1368 亿美元，同比增长 11%，与 2019 年同比增速相比提升 3.4pct，已超疫情前增速，实现高基数下的高增长，APPA 预计 2023 年美国宠物市场规模将达 1436 亿美元，同比增长 5%。其中宠物食品是宠物市场最大的细分子行业，2022 年宠物食品规模占比达 42.5%，同比提升 2pct；其次为宠物医疗，占比 26.2%、宠物用品活体及非处方药占比为 23%。并且根据 APPA 数据，美国宠物主领养宠物的意愿也在明显增加，从 2020 年的 6% 提升至 2022 年的 14%。

图 17: 美国宠物市场规模及 YOY (亿美元, %)



资料来源: APPA, 天风证券研究所

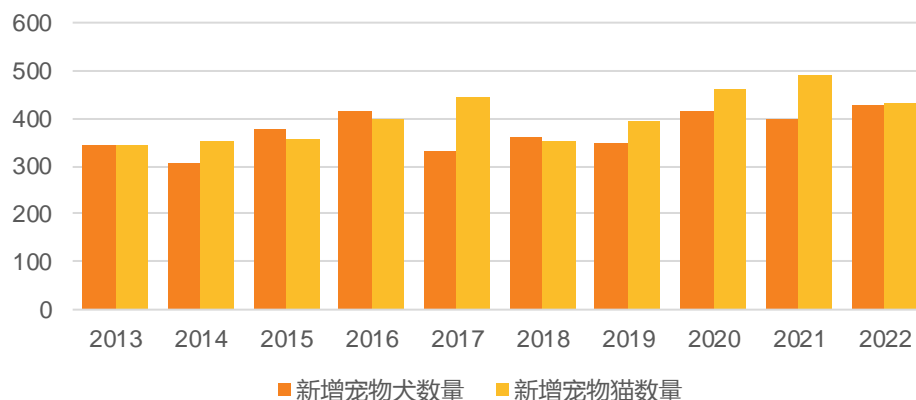
图 18: 2022 年美国宠物细分板块占比 (%)



资料来源: APPA, 天风证券研究所

日本疫后新增宠物数量大幅增长。日本 2021 年新增宠物犬 39.7 万只达 710.6 万只，新增宠物猫 48.9 万只达 894.6 万只，20-21 年间新增宠物总数均远超疫情前，2022 年新增宠物犬猫 85.8 万只，仍比 19 年增长约 15%。

图 19: 日本近年新增宠物数量 (千只)

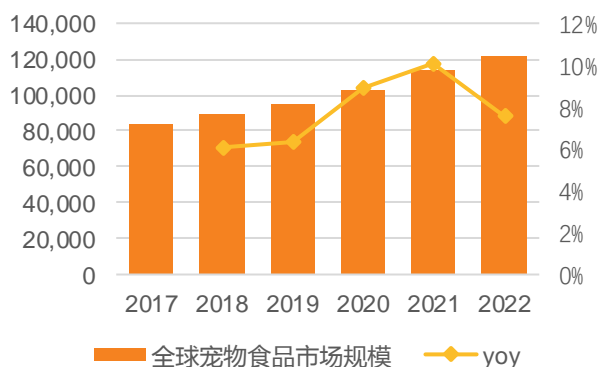


资料来源: JPFA, 天风证券研究所

全球宠物食品市场规模稳健增长, 宠物零食作为新兴品类增速较快。根据欧睿国际数据, 2022 年全球宠物食品市场规模达 1221.7 亿美元, 同比增长 7.6%, 2017-2022 年间 CAGR 达 8%, 分地区来看, 美国为全球第一大宠物食品市场, 2022 年其市场规模为 454.4 亿美元, 占比达 37.2%。分品类看, 宠物零食作为宠物食品中的新兴品类, 受益消费升级趋势, 近年增速较快, 根据 Mordor 报告《United States Pet Food Mart(2020-2025)》, 预计到 2025 年美国宠物食品市场中零食类占比将达到 16.52%, 市场规模从 2016 年的 48 亿美元增长至 74 亿美元, 期间复合增长率达 6.01%。

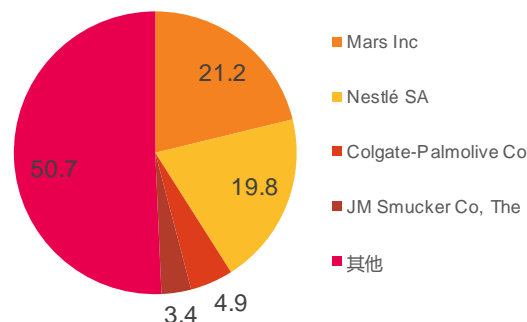
竞争格局方面, 全球宠物食品市场集中度较高。根据欧睿国际数据, 2021 年玛氏市场占有率位列第一, 达 21.2%, 其次为雀巢, 市场占有率达 19.8%、高露洁(市场占有率为 4.9%), 龙头企业已凭借丰富的市场开拓经验、雄厚的资金实力、研发能力以及较高的产品知名度在国际市场上占据主要份额。

图 20: 全球宠物食品市场规模及 yoy (百万美元, %)



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图 21: 2021 年全球宠物食品品牌市占率 (%)



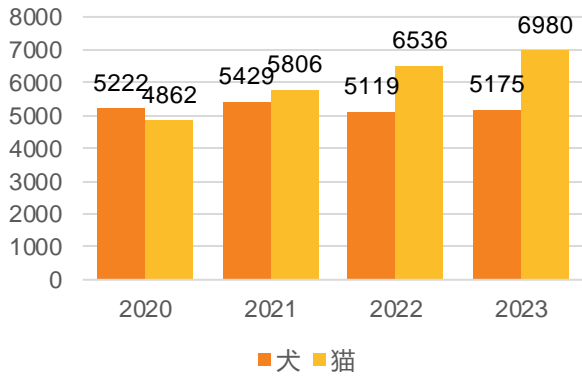
资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

2.2. 国内宠物市场蓬勃发展, 宠物食品占比超五成

2.2.1. 我国宠物犬猫总数、市场规模均保持增长, 看好未来空间!

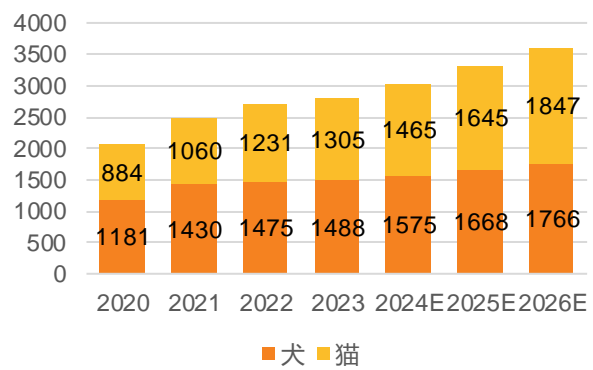
我国宠物市场蓬勃发展, 犬猫市场规模均保持增长。根据宠物行业白皮书数据, 2023 年宠物犬数量为 5175 万只, 较 2022 年增长 1.1%, 宠物猫数量为 6980 万只, 较 2022 年增长 6.8%。从消费市场规模来看, 犬、猫的消费规模均有抬升。2023 年, 城镇宠物(犬猫)消费市场规模为 2793 亿元, 较 2022 年增长 3.2%, 增长幅度进一步放缓。其中, 犬消费市场规模较 2022 年微增 0.9%, 猫市场规模则持续稳定增长, 较 2022 年增长 6%。

图 22：我国犬猫数量变化（万只）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

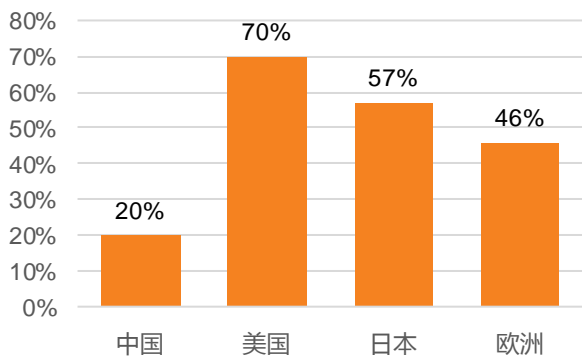
图 23：城镇（犬猫）消费市场规模（亿元）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

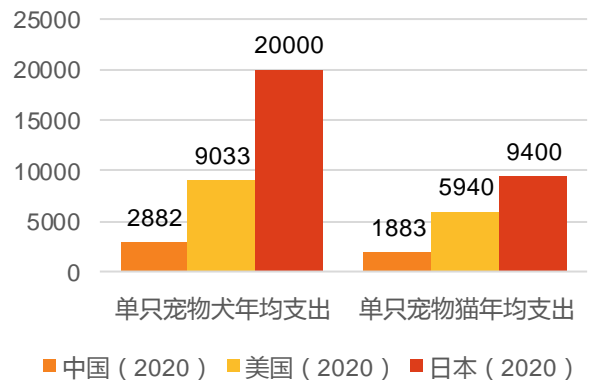
相比欧美日本，我国宠物渗透率和单只消费有较大增长空间！根据京东宠物《2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书》，2022 年我国宠物渗透率为 20%。相比之下，2021 年美国、日本及欧洲宠物渗透率分别为 70%、57%和 46%，国内养宠渗透率相较于成熟市场还有很大的提升空间。从单只宠物消费数额来看，相比美日，我国犬猫消费仍处于较低水平，未来有望持续提升。

图 24：各国宠物渗透率对比



资料来源：2022 年中国宠物行业趋势洞察白皮书，深企投研究公众号，天风证券研究所

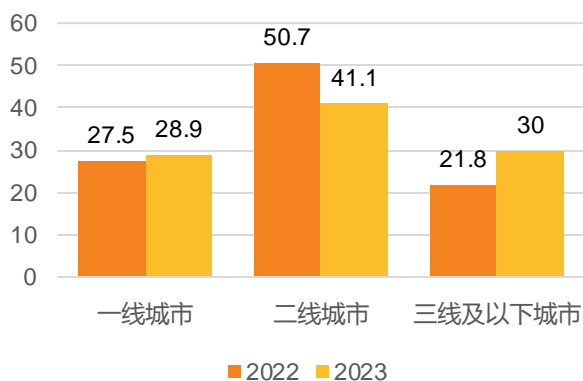
图 25：各国单只宠物犬、猫平均消费金额对比（人民币元）



资料来源：宠物行业白皮书、日本 anicom 保险公司，APPA，深企投研究公众号，乖宝宠物招股说明书，天风证券研究所

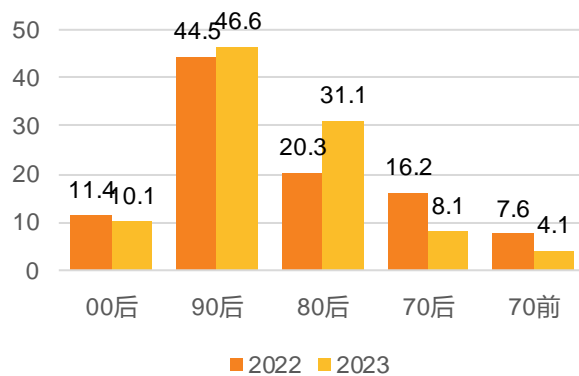
宠主城市线分布呈“两端化”发展，年轻宠主占比继续攀升！一线、三线及以下城市宠主较 2022 年均有所上升。其中一线城市宠主占比为 28.9%，三线及以下城市占比为 30%。90 后、80 后宠主仍是养宠主力军，占比较 2022 年均有所上升。其中，90 后上升 2.1 个百分点，80 后上升 10.8 个百分点。70 后、70 前宠主占比有所下降，其中，70 后下降 8.1 个百分点，70 前下降 3.5 个百分点。

图 26：2022-2023 年宠主城市线分布（%）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

图 27：2022-2023 年宠主年龄分布（%）

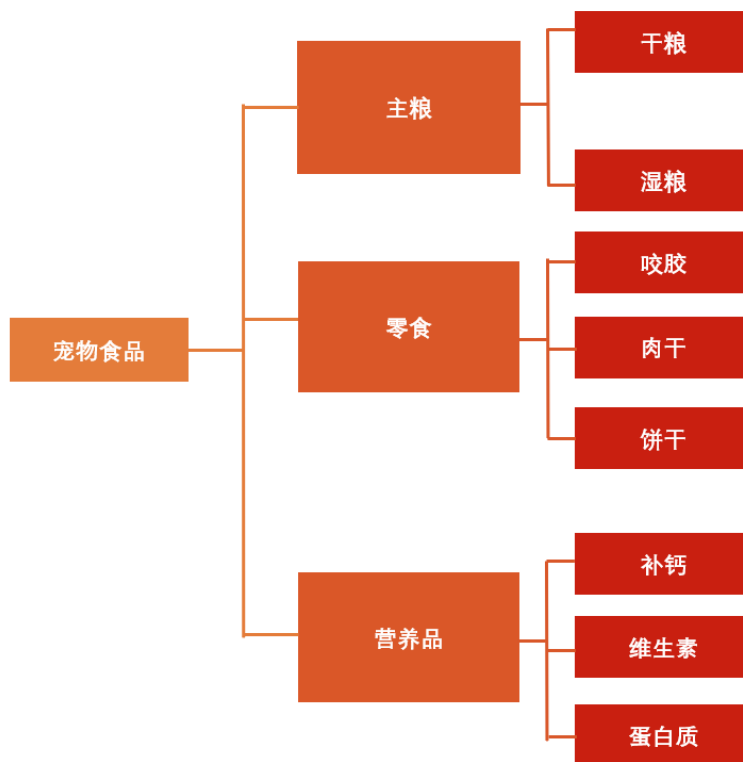


资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

2.2.2. 我国宠物食品市场持续增长，精细化创新是趋势

宠物食品包括主粮、零食和营养品，其中主粮是最大的刚需品类；宠物零食作为安抚宠物情绪、奖励宠物、宠物主与宠物情感沟通的工具，日益受到宠物主喜欢，尤其迎合猫主人的需求；营养品作为宠物食品的补充，迎合消费升级需求。

图 28：宠物食品分类

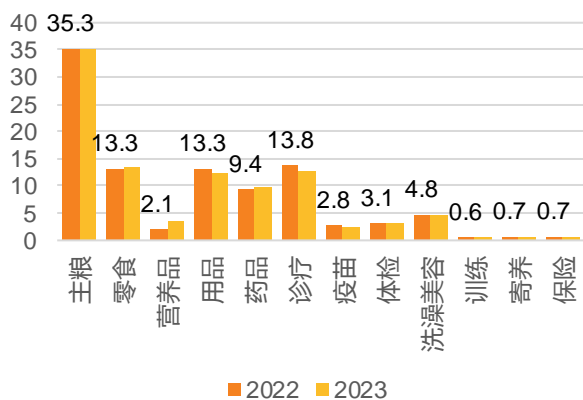


资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

中国宠物食品市场规模持续增长，主粮消费占比最大，电商为主要销售渠道。根据宠物行业白皮书数据，从消费结构看，2023 年食品市场是主要消费市场，市场份额为 52.3%。主粮、零食相对稳定，营养品小幅上升。其次是医疗市场，市场份额为 28.5%，其中，药品、体检小幅上升，诊疗、疫苗有所下降。用品、服务市场份额较低，分别为 12.5%、6.8%，但有较高上升空间。

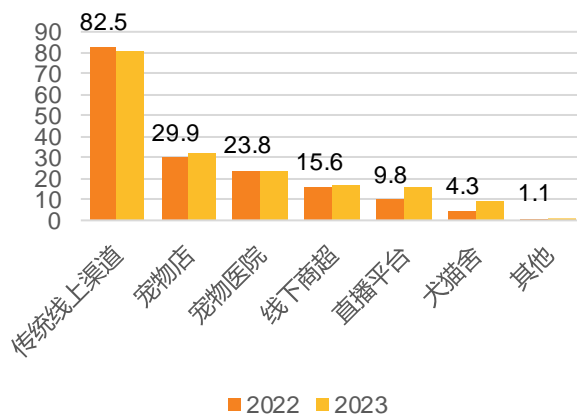
主粮消费渠道方面，宠主购买主粮对传统线上渠道、宠物医院偏好度小幅下降。对宠物店、线下商场、直播平台、犬猫舍的占比上升，其中直播平台上幅度较大，为 6.3 个百分点。

图 29：宠物（犬猫）消费结构变化（%）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

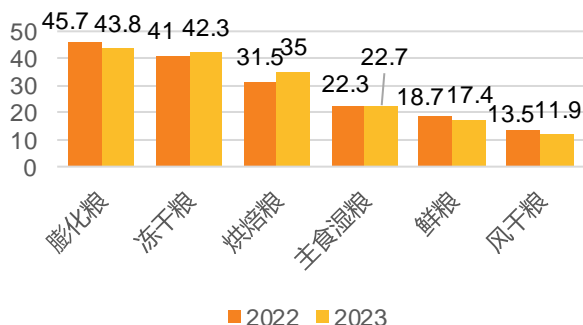
图 30：宠主主粮购买渠道（%）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

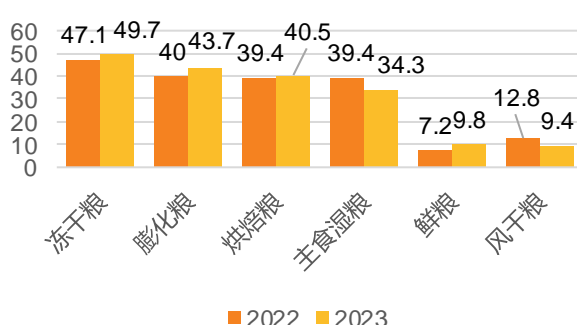
根据 2024 年中国宠物行业白皮书，2023 年，犬主人对烘焙粮、冻干粮偏好度上升。其中，烘焙粮上升幅度较大。猫主人冻干粮、烘焙粮、膨化粮偏好度均有所上升，渗透率均已超过 40%。

图 31：犬主人购买主粮品类（%）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

图 32：猫主人购买主粮品类（%）



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

2.3. 国内宠物食品行业集中度较低，国产品牌有望突围

中国宠物食品品牌阵营主要分为三类：1）外资在华企业（早期进入中国的外资企业，如玛氏、雀巢，产品线分布广）；2）国产品牌；3）外资纯进口品牌（在中国无工厂，主打高端粮）。

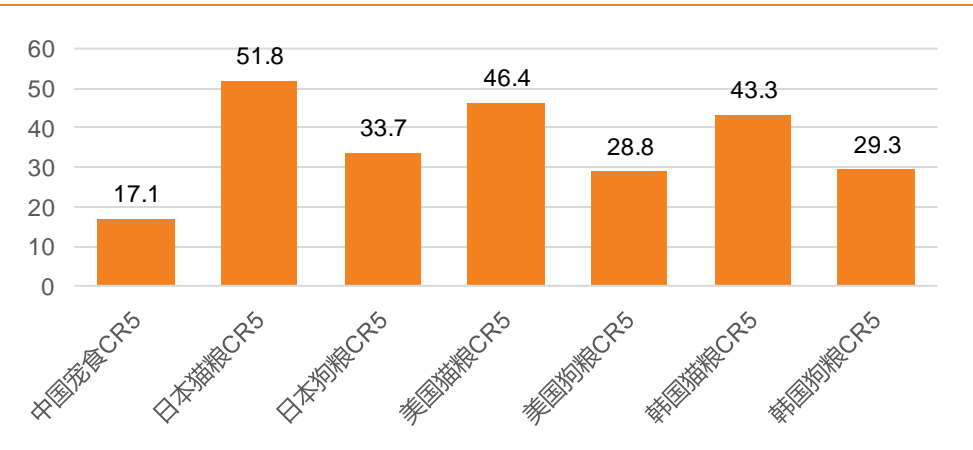
图 33：我国宠物食品品牌阵营分布情况



资料来源：艾瑞咨询公众号，天风证券研究所

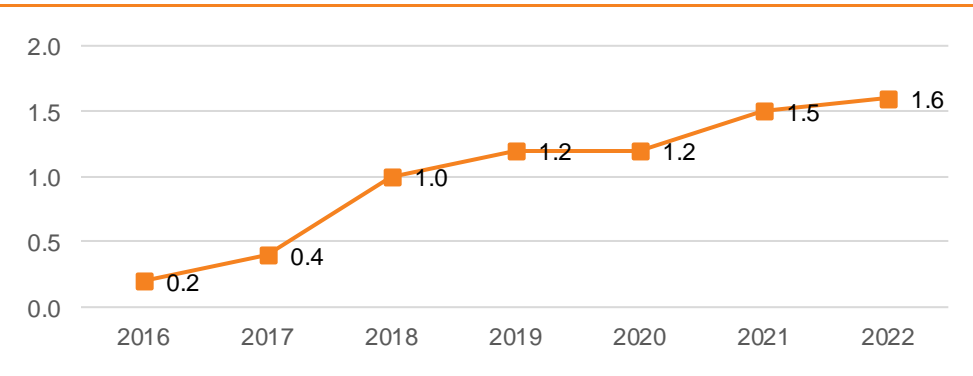
中国宠物食品市场集中度较低。根据欧睿国际数据，2022 年中国宠物食品品牌 CR5 仅为 17.1%，远低于成熟市场，相比之下年美国、日本、韩国的猫粮品牌 CR5 达到 40-50%，狗粮的 CR5 达到 30%左右。与此同时，进口品牌代表 Orijen（渴望）在我国的市占率总体保持提升，体现出宠物消费者对于优质产品的需求较为旺盛。

图 34：2021 年各国宠物品牌 CR5 (%)



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 35：Orijen 在中国宠物食品的市占率 (%)

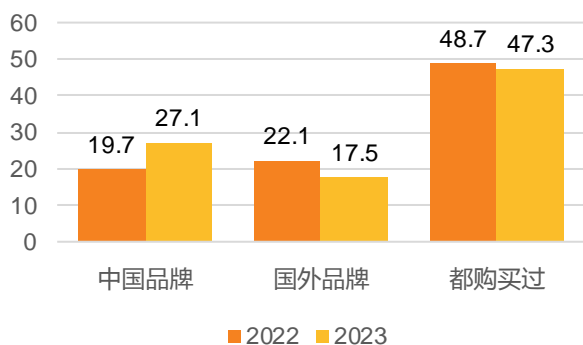


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

国货产品力持续提升，头部国产品牌迎来发展机遇。犬主人中：47.3%的犬主人没有明确的品牌偏好，27.1%的犬主人只购买中国品牌，17.5%的犬主人只购买国外品牌。猫主人中：47.7%的猫主人没有明确的品牌偏好，28.3%的猫主人只购买中国品牌，19.0%的猫主人只购买国外品牌。综合来看，宠主对中国品牌的偏好度大幅上升，对外国品牌偏好度

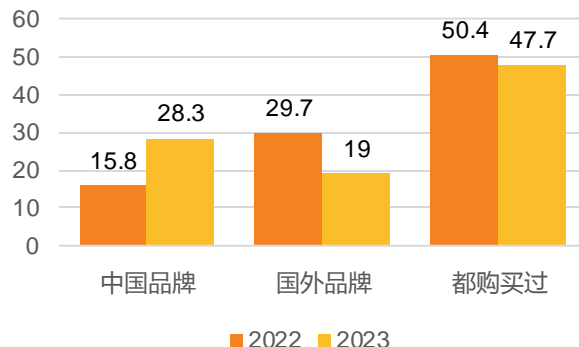
有所下降。

图 36：犬主粮品牌偏好 (%)



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

图 37：猫主粮品牌偏好 (%)



资料来源：《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，天风证券研究所

3. 公司优势：产品矩阵布局获认可，国内营销发力显成效

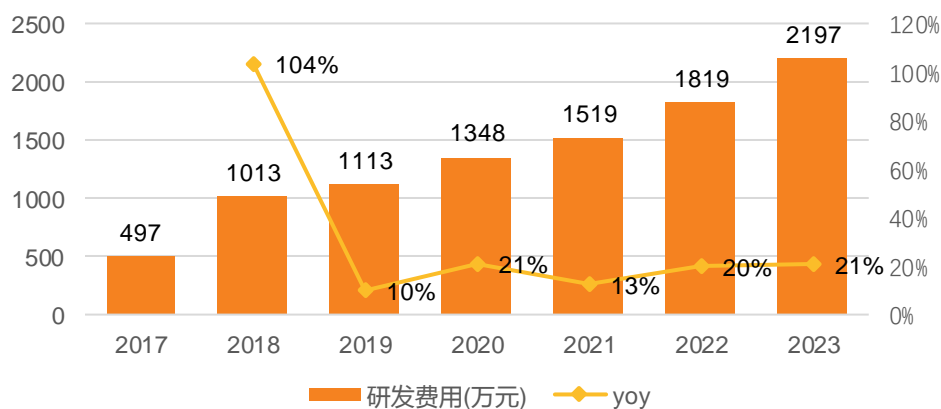
3.1. 注重研发创新，积极丰富产能布局

3.1.1. 研发实力强劲，生产工艺领先

公司始终坚持以创新驱动公司研发、生产、经营，形成了从宠物食品市场开辟、产品设计、生产制造到产品销售服务一体化的体系。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。宠物食品配方是根据各类宠物在不同的成长阶段和不同生理状态下的营养与健康需要，把各种原辅材料、食品添加剂等按照一定比例配比，设计出能够确保宠物消化吸收、营养均衡、并能够通过生产与加工实现的科学配比方案。

截至 2023 年末，公司研发机构共有专职研发人员 179 人，拥有授权专利 96 项，发明专利 4 项。我们认为，公司重视对研发的持续投入，不断提升研发实力，有助于快速挖掘市场需求，加快产品创新，满足客户需要。

图 38：公司历年研发费用（单位：万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发设计流程完善，技术人员经验丰富。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。因此，生产工艺将成为行业竞争与发展的重要因素。

公司地处山东，借力母公司禽肉布局，原材料采购有优势。截至 2023 年 12 月，山东家禽存出栏量、禽肉年产量均居全国第一位。2023 年末，山东家禽存栏 9.05 亿只，同比增长 10.6%；禽肉产量 431.5 万吨，增长 14.8%。公司控股股东具备很强的禽肉生产能力——天成集团具备年产优质雏鸭苗 8612 万羽、屠宰加工樱桃谷肉鸭 20 万吨、生产饲料 30 万吨、加工宠物食品 2 万吨的生产能力。根据路斯股份 2023 年报，与公司同一实际控制人的山东天成鑫利农业发展有限公司是公司第四大供应商。

图 39：2023 年全国白羽肉鸡屠宰量分省排名——山东具备明显区域优势

序号	省份	2021 屠宰量(万只)	2022 屠宰量(万只)	2023 屠宰量(万只)
全国合计		687,000	752,000	825,000
1	山东	288,000	347,000	354,000
2	辽宁	133,000	135,000	164,000
3	福建	56,000	62,000	67,000
4	河北	41,000	42,000	45,000
5	河南	33,000	26,000	42,000

资料来源：中国饲料杂志社微信公众号，天风证券研究所

公司已建有三个现代化工厂，境外设立柬埔寨工厂 1 座，下设 7 个高标准加工车间，一个市级技术研发中心。公司研发中心被评为山东省“一企一技术”研发中心，拥有分析测试、化学实验等研究设施，具备化验微生物、检测药品残留等功能。公司目前已掌握了包括低温热风干燥制备宠物零食技术、宠物夹心酥产品制备技术、咬胶洁齿宠物食品制备加工技术、宠物罐头加工制备技术、食用胶速溶技术、冷冻破碎磨骨泥技术、扭棒技术等核心技术，为公司实现产业一体化发展提供了重要支持。

表 2：公司生产工艺的创新优化

	传统产品	营养改进	口感改进
酶解熟化技术	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。	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	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为大分子聚合物，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
食用胶速溶技术	难以将食用胶快速均匀溶解，易形成局部的胶团。	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。	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

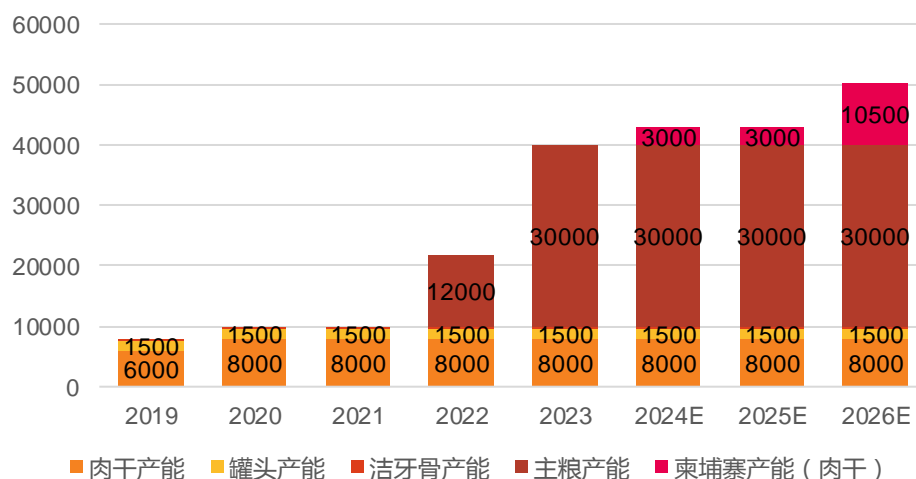
公司通过利用大型品牌商的市场竞争地位和销售渠道优势巩固现有市场份额，伴随公司研发能力和技术水平的提升，逐步形成对品牌商客户的渗透，进一步扩大市场份额。

3.1.2. 募投主粮产能释放顺利，强化海外产能布局

主粮募投项目稳步推进。2022年3月，公司在北交所上市，总计发行1304万股，募集资金0.94亿元，用于建设年产3万吨宠物主粮和研发及运营支持中心两个项目。“年产3万吨宠物主粮项目”建设达产后，将形成犬粮系列主粮产品1.80万吨/年，猫粮系列主粮产品1.20万吨/年的生产能力。项目位于山东省寿光市羊口先进制造园区内，建筑面积8,952.00平方米，建设期为2年。主粮项目一期年产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。

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。目前，公司宠物肉干零食的产能利用率一直保持较高水平，预计一期项目的产能将在未来2-3年内逐步释放，鉴于项目筹备、建设、投产的过程需经过较长的时间，**公司拟继续投资建设年产7,500吨宠物食品项目**，该项目购置土地约52.46亩，建筑面积约30,889m²。项目建成后，可年产7,500吨宠物食品，建设期预计为1年，年预计可实现营业收入34,500万元，净利润4,525.44万元，税后投资回收期为5.35年。

图 40：公司历年产能情况（单位：吨）



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

3.2. 产品矩阵丰富，看好主粮未来放量！

3.2.1. 产品类型丰富，满足市场多元需求

公司主要产品包括**宠物主粮**，**宠物零食**，**肉粉产品**三大类。公司**宠物零食**产品包括**肉干产品**、**宠物罐头**、**宠物饼干**、**宠物洁牙骨**四类。**肉干产品**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，主要成分由鸡肉、鸭肉、鱼等经过特殊加工制造而成。**宠物罐头产品**，密封高压高温杀菌是其加工生产的核心环节。公司目前已掌握了**宠物罐头加工制备技术**、**食用胶速溶技术**。

图 41：公司主要宠物零食产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司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。

图 42：公司主要宠物主粮产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司从宠物食品原料的营养成分和具体指标出发，结合各类宠物的营养模型与数据库，严格把握原辅材料、食品添加剂等配比，创造性地开发出了适合主要种类宠物及其不同成长阶段所需的营养均衡、功能多样的产品配方，用创新解决痛点。同时，公司通过对宠物采食与消化的动物行为与生理研究，巧妙利用**酶解提取**、**蒸馏萃取**等特定技术来加强原材料中宠物偏好的风味化合物，激发宠物食欲，大大提高了宠物对宠物食品的喜爱程度，体现精细化与特色化的创新特征。

表 3：公司产品配方的创新开发

	传统产品	营养改进	口感改进
肉类气泡粒系列产品	普遍具有质地较硬、易粘牙、吸收率较低等缺点。	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。	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。

夹心酥系列产品

普遍使用淀粉膨化加工定型，而高淀粉易使宠物肠道菌群出错乃至紊乱。

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。

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。

冻干洁齿磨牙棒系列产品

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。

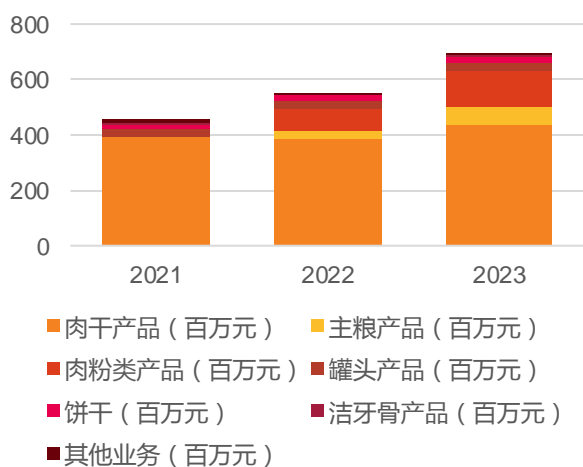
通过添加六偏磷酸钠、柠檬酸锌等功能性成分，可有效清除牙垢和牙色素沉着；促进唾液分泌，形成牙齿保护层，避免牙菌斑形成；螯合口腔内的钙、镁离子，避免牙齿矿化形成牙结石，清新口气；

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。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

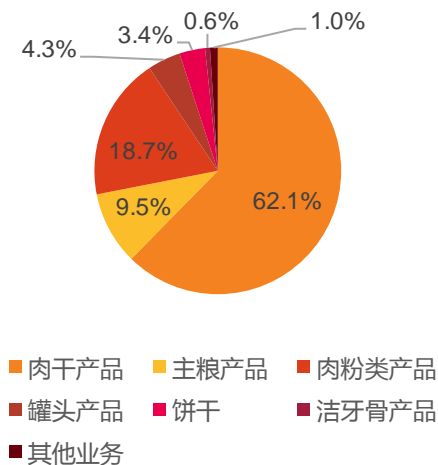
2023 年公司肉干产品的营收占 60%以上，是公司盈利的主要来源，主要由于公司近年来不断加大对肉干产品的投入，优化产品结构，市场需求旺盛，销售额较高。2023 年度，公司持续加大国内市场开发力度，同时继续加大研发投入，持续专注于宠物零食、宠物主粮新配方、新工艺和新技术的研究和改良，丰富产品结构，满足市场多样化需求。通过建设大量宠物主粮产能，实现营收第二增长曲线。

图 43：2021-2023 年公司各产品营收情况（百万元）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 44：2023 年公司各产品营收占比（%）

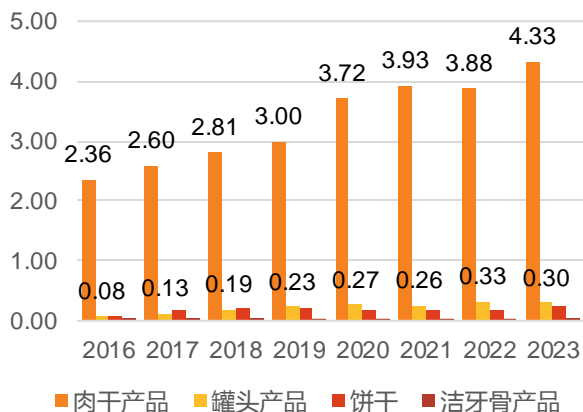


资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

3.2.2. 肉干产品有优势，收入占比高

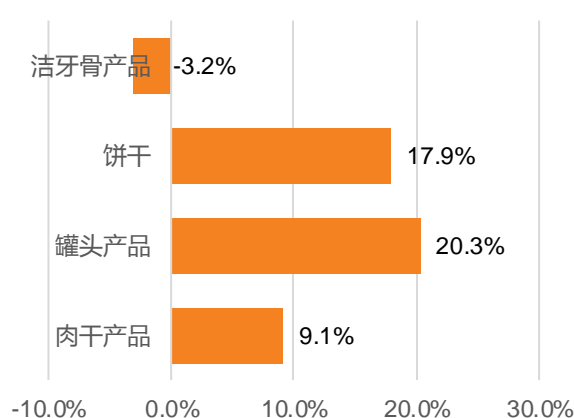
从产品类型的营收发展上来看，肉干产品占据规模最大，是路斯股份的主要收入来源。罐头类产品增长最快，2016-2023 年 CAGR 达到 20.3%。

图 45：2016–2023 年公司各类产品营收（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

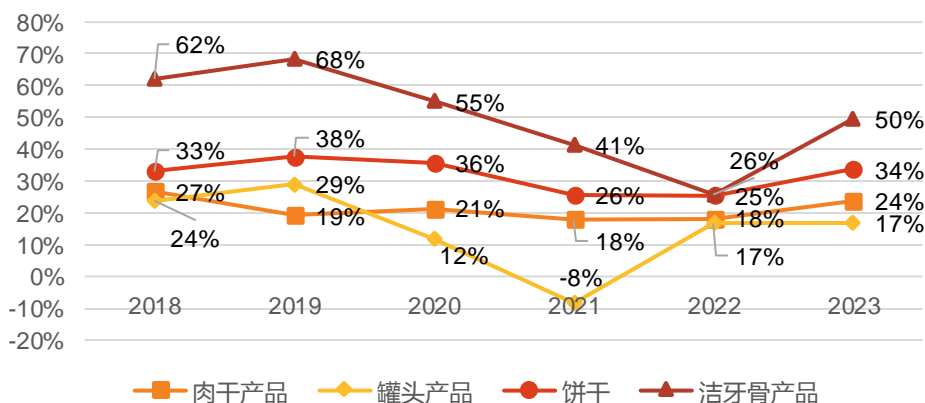
图 46：各产品 2016–2023 年 CAGR (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

就细分产品的盈利能力而言，肉干类产品和饼干产品的毛利率处于中间水平，表现相对稳定。肉干产品作为公司的主要营收项目，毛利率基本上在 20% 左右波动。洁牙骨产品的毛利率相对较高，2019 年达到了最高峰 68.32%，近年来有所下降，2023 年的毛利率为 49.6%。

图 47：2018–2023 年公司各类产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.3. 主粮产品性价比高，支撑营收大幅增长，看好未来持续成长空间

根据 2023 年年报，公司营业收入同比增长 26.82%，从产品看，公司主粮产品收入同比实现大幅增长，肉干、肉粉等产品对收入增长的贡献也较为显著。公司 2023 年毛利率 19.87%，去年同期为 15.16%，上升 4.71pct，主要原因系公司持续加强产品研发和成本管控，同时受益于人民币汇率贬值，公司肉干产品毛利率改善，使得出口毛利率上升；规模化生产带动主粮产品、肉粉产品毛利率改善，使得内销毛利率上升。

公司在淘宝平台上的产品对比同类别产品有价格优势。公司在多年从事宠物食品代工生产的过程中积攒了较多产品设计经验和生产技术经验，依托自身在产品研发设计、生产规模、快速响应市场需求的能力、质量控制体系等方面的优势，近年来逐渐向 OBM 模式拓展，逐步加强自有品牌运营，并探索主粮产品的销售及运营，通过自主品牌产品性价比优势获取市场份额。凭借稳定的客户合作关系、过硬的产品质量和具有竞争力的价格，公司能够有效开拓市场，提高自身市场占有率。根据淘宝商品数据显示，公司的主粮产品在与其他同类商品具有相近蛋白质含量的情况下，拥有更优越的性价比。

我们认为，随着主粮产能的逐步放量，公司主粮产品有望成为公司新的业绩增长点。

表 4：2024 年 3 月淘宝各品牌部分宠物主粮价格

	路斯全价无谷冻干猫粮	路斯冻干三拼粮	渴望鸡肉猫粮	诚实一口 P40 高蛋白全价猫粮	醇粹黑标鸡肉冻干猫粮	蓝氏猎鸟乳鸽冻干猫粮	网易严选冻干双拼猫粮
商品价格 (元)	48.9	149	642.7	87	183	99	69.99
重量 (公斤)	2	10	5.4	1.5	5	1.5	1.8
单价 (元/公斤)	24.5	14.9	119.0	58.0	36.6	66.0	38.9
蛋白质含量	41%	33%	40%	40%	40%	42%	44%

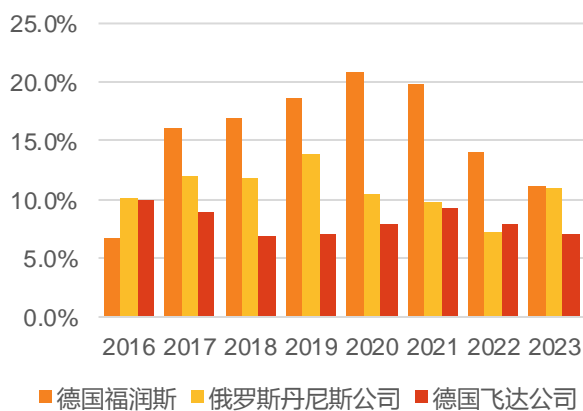
资料来源：淘宝，天风证券研究所 注明：价格数据或存在波动，仅供参考

3.3. 境外代工业务获大客户认可，境内自主品牌营销发力！

3.3.1. 境外代工：与大客户建立长期合作，境外业务稳定发展

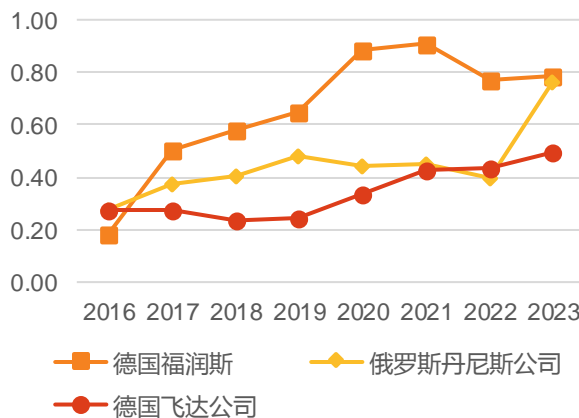
公司与国外主要客户建立了长期合作关系，取得了国外客户的高度认可，订单来源稳定。公司产品主要出口到德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等国家。随着各地区宠物市场规模的持续增加，公司不断加深与老客户的合作，并持续通过参加国内外展会、网络等方式开发境外新客户，从而保持了境外收入的逐年稳定增长。公司核心客户如德国福润斯公司、俄罗斯丹尼斯公司、芬兰皮特公司等均有严格的供应商认定体系，经过长期合作，公司与核心客户之间已经形成长期、稳定的业务关系，具有较强的客户资源壁垒。

图 48：2016-2023 年公司前三大客户销售额占比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 49：2016-2023 年公司前三大客户营收增长情况 (亿元)



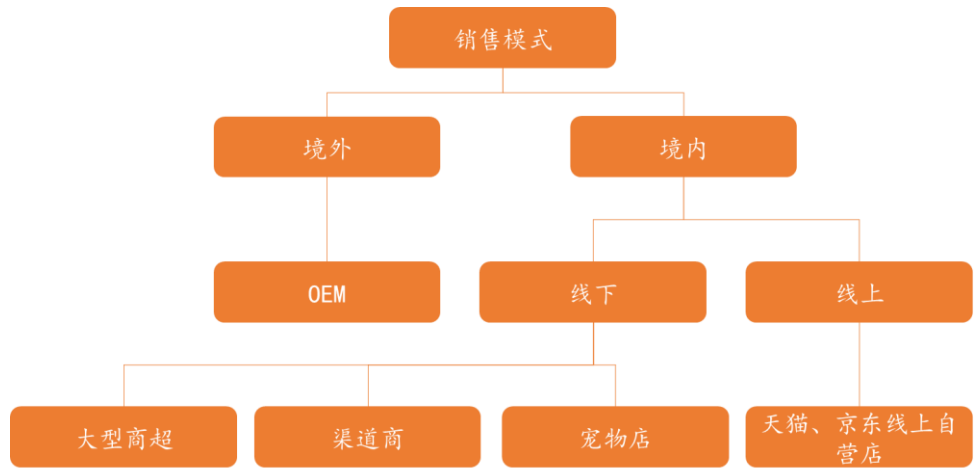
资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司建立了严格的质量安全控制体系，拥有 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 食品认证等国际认证，认证范围涵盖公司肉干类宠物零食、罐头类宠物食品、饼干类宠物食品和洁牙骨类宠物食品四大类的所有产品。同时，公司在产品质量控制、物资采购、原辅料安全控制、过敏原控制、虫害防治控制等各方面均设有严格标准。

3.3.2. 境内自主品牌：营销模式创新化转变，积极投入扩展国内市场

公司对国内市场的销售，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、拼多多、京东、抖音和小红书等电商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：通过线下实体店推销路斯产品，主要包括大型商超、渠道商、宠物店等。

图 50：公司具体销售模式



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司高度重视自有品牌建设，创新能力强。针对国内宠物主关注的宠物健康问题，公司推出国内宠物主能容易理解的品牌产品。例如小时欢系列主打“0乳糖、0香精、0诱食剂”、公司用“冻干技术，锁住营养”；破局者全价冻干双拼猫粮主打“新鲜肉源 $\geq 41\%$ ，动物性原料 $\geq 71\%$ ，30亿益生菌，呵护肠胃健康”。

图 51：公司 2024 年京宠展产品&上新



资料来源：跟着路斯学训练微信公众号，天风证券研究所

随着互联网技术和销售模式的快速发展，各类电商营销平台、直播营销平台等新经济业态的不断涌现。国内宠物食品市场处于新兴发展阶段，公司紧跟行业发展趋势，将线下渠道与线上电商平台进行融合与联动。公司相继开辟了天猫、拼多多、京东、抖音和小红书等新兴线上渠道，其中天猫平台的销售额呈现稳中有升的趋势。公司逐步尝试直播带货等新业态，利用新技术新业态加深与养宠人士沟通，在与宠物主的互动沟通中深度把握宠物主的消费习惯和需求，快速形成宠物主自发的口碑传播，是公司在营销模式上的新颖化创新。

图 52：淘宝天猫旗舰店、京东、小红书、拼多多公司产品



资料来源：淘宝 APP，京东 APP，小红书 APP，拼多多 APP，天风证券研究所

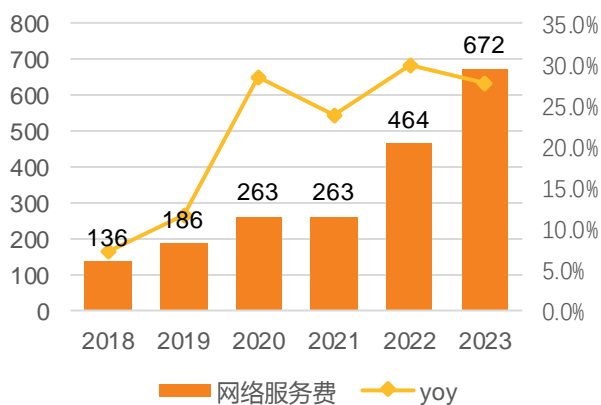
图 53：公司产品抖音直播界面



资料来源：抖音 APP，天风证券研究所

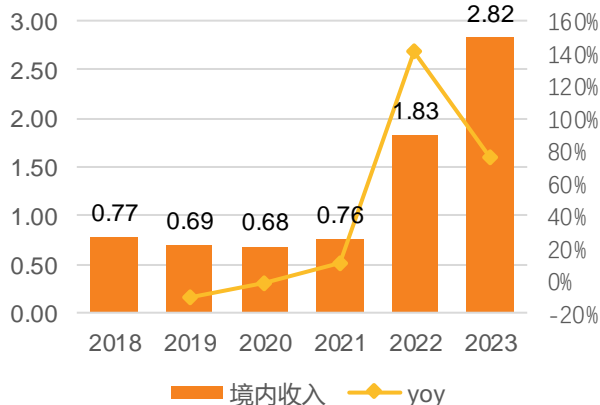
公司积极线上布局，网络服务费增长较快。公司在对销售费用进行控制的情况下，加大对网络服务费的投入。网络服务费占公司销售费用比例较高，占比由 2018 年的 7.2% 上升至 2023 年的 27.6%。公司积极布局线上销售渠道，与天猫、拼多多、京东、抖音和小红书等国内知名电商平台建立深度合作，推广、销售公司产品，效果显著，2022 年公司境内收入达 1.83 亿元，同比增速达 154%；2023 年公司境内收入达 2.82 亿元，同比增速达 76.3%。

图 54：公司网络服务费变化（万元）



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

图 55：2018-2023 年境内收入及增速（亿元）



资料来源：招股说明书，公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与空间

4.1. 盈利预测

肉干业务：肉干板块为公司核心业务板块。综合预计 2024–2026 年公司肉干类产品收入为 4.85 亿、5.57、6.41 亿元，同比增长 12%、15%、15%。

主粮业务：主粮类产品为公司未来营收增长提供主要驱动力。根据公司国内外工厂产能释放进度综合预计 2024–2026 年公司宠物主粮产品收入为 1.26 亿、2.15 亿、3.22 亿元，同比增长 90%、70%、50%。

肉粉类产品：根据 2023 年报，肉粉类产品对收入增长的贡献较为显著。预计 2024–2026 年公司肉粉类产品收入为 1.38 亿、1.45 亿、1.52 亿元，同比增长 6%、5%、5%。同时，规模化生产带动肉粉产品毛利率改善，我们预计未来肉粉类产品毛利率或将持续增长。

罐头类产品：随公司营销费用投入加快消费者对公司自有品牌的认可度，罐头类产品增速稳定，我们综合预计 2024–2026 年公司罐头类产品收入为 0.35 亿、0.40 亿、0.46 亿元，同比增长 15%、15%、15%。

表 5：公司收入拆分预估

分产品拆分						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
肉干产品 (百万元)	393	388	433	485	557	641
yoy	6%	-1%	11%	12%	15%	15%
毛利率	18%	18.32%	23.76%	23%	22%	22%
主粮产品 (百万元)		16	66	126	215	322
yoy			316%	90%	70%	50%
毛利率		-0.7%	18.2%	22.0%	21.0%	21.0%
肉粉类产品 (百万元)		82	130	138	145	152
yoy			59%	6%	5%	5%
毛利率		2.1%	5.9%	6%	8%	8%
罐头产品 (百万元)	26	33	30	35	40	46
yoy	-1%	25%	-8.1%	15%	15%	15%
毛利率	-8%	17%	17%	18%	18%	20%
饼干 (百万元)	19	17	23	27	30	33
yoy	-4%	-11%	39%	15%	10%	10%
毛利率	26%	25%	34%	30%	32%	31%
洁牙骨产品 (百万元)	3	3	4	5	6	7
yoy	-2%	10%	48%	15%	15%	15%
毛利率	41%	26%	50%	25%	25%	25%
其他业务 (百万元)	18	11	7	8	10	12
yoy	478%	-41%	-34%	20%	20%	20%
毛利率	10%	1%	0%	4%	2%	2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司新建设的“年产 3 万吨宠物主粮项目”于 2023 年 12 月达到预定使用状态，该项目建设达产后，将形成犬粮系列主粮产品 1.80 万吨/年，猫粮系列主粮产品 1.20 万吨/年的生产能力。我们预计公司 2024/25/26 年营收 8.24/10.02/12.12 亿元，yoy+18%/22%/21%，归母净利润 0.85/1.06/1.26 亿元，同比+24%/25%/19%。

4.2. 目标市值

本文选取乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份三家宠物食品企业作为可比上市公司，其 2024E 的 PE 估值区间位于 26.0x-39.1x。我们认为公司宠物食品产品覆盖全面，主粮有望成为第二增长曲线，考虑到公司未来主粮产能释放，给予 24 年 20xPE，目标市值 17 亿元，目标价为 16.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：同类可比公司 PE 对比

	归母净利润（亿元）			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
乖宝宠物	5.7	7.1	8.9	39.1	31.2	24.8
中宠股份	2.9	3.5	4.3	26.0	21.3	17.6
佩蒂股份	1.4	1.8	2.2	26.8	20.9	16.5
平均值				30.6	24.5	19.6

资料来源：Wind（截止至 2024 年 5 月 6 日），天风证券研究所（可比公司盈利数据来自 wind 一致预期）

5. 风险提示

1. OEM 业务模式风险。公司外销宠物食品主要采用 OEM 生产模式。2023 年，公司实现主营业务收入 6.96 亿元，境外收入 4.14 亿元，占比 59.43%。因此，外销客户不再认可公司产品或出现经营困难导致需求下降，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不利影响。

2. 对主要客户依赖的风险。2023 年，公司对前五大客户的销售收入占主营业务收入的比重为 38.05%，具有较大依赖性。如果主要客户经营战略发生重大改变或发生其他不可预见的重大事项，公司的经营将受到不利影响。

3. 原材料价格波动风险。公司的主要原材料为各种肉类产品，如鸡肉、鸭肉等，而农产品价格的波动性较大。公司为满足生产需要采购或存储鸡肉、鸭肉等肉类产品，价格超预期变化将对公司业绩产生不利影响。

4. 测算具有一定主观性。针对于公司业务测算及行业未来展望具有一定分析师主观判断性，可能导致对行业或公司发展预计与客观情况产生偏离。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	87.76	171.70	203.07	247.04	298.81
应收票据及应收账款	44.61	46.18	68.61	81.24	91.95
预付账款	5.77	6.03	5.54	10.97	9.26
存货	104.01	97.47	144.08	178.32	199.26
其他	60.42	48.22	47.46	56.23	55.79
流动资产合计	302.56	369.61	468.76	573.79	655.08
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	196.00	208.37	246.01	423.22	709.51
在建工程	6.14	16.52	21.91	253.15	451.89
无形资产	41.39	41.37	39.40	37.37	35.33
其他	4.75	25.30	18.22	28.16	38.28
非流动资产合计	248.28	291.57	325.54	741.89	1,235.01
资产总计	550.84	661.17	794.30	1,315.69	1,890.08
短期借款	10.01	35.05	49.99	57.06	62.60
应付票据及应付账款	35.15	40.77	45.73	69.46	65.71
其他	29.90	44.60	58.97	64.92	77.69
流动负债合计	75.07	120.42	154.68	191.45	206.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	30.84	36.23	31.37	31.87	32.58
非流动负债合计	30.84	36.23	31.37	31.87	32.58
负债合计	116.83	164.88	186.05	223.31	238.57
少数股东权益	13.96	16.62	17.12	17.87	18.67
股本	103.68	103.45	103.35	103.35	103.35
资本公积	89.55	85.25	121.48	509.00	951.42
留存收益	243.28	306.55	382.54	478.24	594.04
其他	(16.46)	(15.57)	(16.23)	(16.09)	(15.96)
股东权益合计	434.01	496.29	608.25	1,092.37	1,651.51
负债和股东权益总计	550.84	661.17	794.30	1,315.69	1,890.08

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	43.59	68.83	84.61	106.11	125.87
折旧摊销	18.33	23.22	28.15	42.78	66.20
财务费用	0.70	0.79	(1.65)	(2.07)	(2.88)
投资损失	(0.47)	(2.13)	(0.88)	(1.16)	(1.39)
营运资金变动	(46.47)	35.64	(57.15)	(37.10)	(33.95)
其它	32.47	(21.95)	(9.26)	5.74	(1.58)
经营活动现金流	48.14	104.40	43.81	114.30	152.26
资本支出	49.67	40.56	74.06	448.70	548.49
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(152.07)	(75.41)	(122.73)	(906.56)	(1,091.39)
投资活动现金流	(102.40)	(34.84)	(48.67)	(457.86)	(542.90)
债权融资	17.73	41.59	9.44	10.34	10.01
股权融资	76.85	(3.64)	26.79	377.18	432.40
其他	(5.81)	(26.75)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	88.77	11.20	36.23	387.52	442.41
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	34.51	80.76	31.38	43.96	51.77

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	549.05	696.31	823.56	1,001.84	1,211.81
营业成本	465.82	557.93	660.30	804.46	970.05
营业税金及附加	1.98	2.78	3.61	4.00	4.99
销售费用	15.53	24.32	19.60	32.54	39.09
管理费用	19.57	23.96	18.51	27.07	30.30
研发费用	18.19	21.97	25.01	30.21	36.73
财务费用	(7.72)	(5.83)	(1.65)	(2.07)	(2.88)
资产/信用减值损失	(1.19)	(0.39)	(0.89)	(0.62)	(0.77)
公允价值变动收益	0.04	1.46	(9.83)	4.91	(2.46)
投资净收益	0.47	2.13	0.88	1.16	1.39
其他	(8.82)	(10.26)	0.00	0.00	0.00
营业利润	45.18	78.25	88.35	111.09	131.70
营业外收入	0.09	0.06	0.30	0.16	0.15
营业外支出	0.06	0.91	0.32	0.34	0.41
利润总额	45.21	77.40	88.33	110.91	131.44
所得税	1.62	8.57	3.16	3.97	4.71
净利润	43.59	68.83	85.17	106.94	126.74
少数股东损益	0.46	0.43	0.56	0.83	0.87
归属于母公司净利润	43.13	68.40	84.61	106.11	125.87
每股收益(元)	0.42	0.66	0.82	1.03	1.22

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	19.65%	26.82%	18.27%	21.65%	20.96%
营业利润	35.95%	73.19%	12.91%	25.74%	18.55%
归属于母公司净利润	41.94%	58.58%	23.70%	25.41%	18.62%
获利能力					
毛利率	15.16%	19.87%	19.82%	19.70%	19.95%
净利率	7.86%	9.82%	10.27%	10.59%	10.39%
ROE	10.27%	14.26%	14.31%	9.87%	7.71%
ROIC	13.69%	19.43%	27.38%	25.60%	14.71%
偿债能力					
资产负债率	21.21%	24.94%	23.42%	16.97%	12.62%
净负债率	-17.91%	-25.37%	-24.58%	-16.95%	-13.92%
流动比率	3.52	2.87	3.03	3.00	3.18
速动比率	2.31	2.12	2.10	2.07	2.21
营运能力					
应收账款周转率	13.13	15.34	14.35	13.37	13.99
存货周转率	5.49	6.91	6.82	6.21	6.42
总资产周转率	1.14	1.15	1.13	0.95	0.76
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.66	0.82	1.03	1.22
每股经营现金流	0.47	1.01	0.42	1.11	1.47
每股净资产	4.06	4.64	5.72	10.40	15.80
估值比率					
市盈率	21.44	13.52	10.93	8.72	7.35
市净率	2.20	1.93	1.56	0.86	0.57
EV/EBITDA	7.96	8.78	6.40	4.54	3.28
EV/EBIT	11.03	11.01	8.44	6.31	4.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com