

# 路斯股份 (832419)

## 宠物食品优质企业，境内外同步发力+优质新品助力盈利增长

### 增持 (首次)

2024年07月26日

证券分析师 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 易申申

执业证书: S0600522100003

yishsh@dwzq.com.cn

研究助理 余慧勇

执业证书: S0600122080038

yuhy@dwzq.com.cn

研究助理 钱尧天

执业证书: S0600122120031

qianyt@dwzq.com.cn

研究助理 薛路熹

执业证书: S0600123070027

xuelx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	549.05	696.31	806.44	972.94	1,151.21
同比	19.65	26.82	15.82	20.65	18.32
归母净利润 (百万元)	43.13	68.40	78.56	95.72	114.52
同比	41.94	58.58	14.85	21.85	19.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.42	0.66	0.76	0.93	1.11
P/E (现价&最新摊薄)	17.73	11.18	9.74	7.99	6.68

### 投资要点

- **境外 OEM 起家，深耕宠物食品行业二十余年：**公司自 1998 年涉足食品领域，是一家集生产、加工、销售于一体的国家级高新技术企业。受消费升级、宠物“人性化”、宠主年轻化的影响，2023 年公司实现营业收入 6.96 亿元，同比增长 26.82%；归母净利润 0.68 亿元，同比增长 58.58%。
- **宠物食品行业市场前景广阔，国产集中度有望提升。**1) **全球市场：规模稳步提升，国外市场发展成熟。**受全球消费升级以及宠物人性化的观念，全球宠物食品市场规模逐年提升，预计 2021-2027 年 CAGR 为 7%。2) **国内市场：增长潜力大，行业集中度有望上行：**2023 年中国宠物食品行业市场规模为 76.4 亿美元，预计 2024-2027 年 CAGR 为 10%-15%。同时我国行业集中度目前较低，行业集中度有望进一步上行：宠物零食市场渗透率不断提升，需求不断增长，国产品牌有望占领市场；宠物主粮市场需求稳健增长，国产品牌市占率提升空间大。
- **技术资源优势明显，优质产品提升公司核心竞争力：**1) **持续加大研发投入，产品矩阵丰富。**公司重视研发，研发费用逐年上升，2018-2023 年公司研发费用从 1 千万增长至 2.2 千万，2018-2023 年 CAGR 达 13.77%；现有产品涵盖宠物零食、宠物主粮、宠物保健品三大领域，同时公司研发功能更全面的新品，并布局营养保健品业务；2) **背靠母公司天成集团，原材料供应具有优势。**控股股东天成集团主要业务为肉鸭加工等农副产业，在原材料供应、价格控制方面公司有所优势；3) **产能扩张满足高增需求，持续加强海外产能布局。**公司在柬埔寨规划一期 3000 吨+二期 7500 吨宠物零食产能，有望提高公司产品的国际竞争力，进一步推动公司业务在美国等国际市场的发展；4) **境外代工业务合作稳定，持续加强境内自主品牌建设。**境外市场公司与俄罗斯、欧洲的客户合作紧密，订单稳定；国内市场公司加强自有品牌建设，在国内采取“线下+线上”双渠道模式：线下包括建立分销商团队对接当地宠物门店，同时在沃尔玛、胖东来等商超上架；线上业务以天猫、京东等传统平台为主，同时加强拼多多、抖音、小红书等新型渠道布局，公司不断增加网络服务投入，持续提升品牌境内影响力。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 0.79/0.96/1.15 亿元，同比+15%/22%/20%，对应 PE 为 10/8/7 倍，考虑公司稳步扩张的海内外业务有望提升公司核心竞争力，毛利更高的新品贡献新增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、客户拓展不及预期、原材料价格波动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.40
一年最低/最高价	6.41/13.00
市净率(倍)	1.55
流通 A 股市值(百万元)	699.30
总市值(百万元)	764.76

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.78
资产负债率(% ,LF)	27.74
总股本(百万股)	103.35
流通 A 股(百万股)	94.50

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 路斯股份：宠物食品行业引领企业</b>	<b>4</b>
1.1. 境外 OEM 起家，深耕宠物食品行业二十余年。	4
1.2. 以宠物零食为主，积极拓展主粮与单一饲料市场	6
1.3. 经营成果显著，营收和净利润规模逐年提升	7
<b>2. 宠物食品行业市场前景广阔，国产集中度有望提升</b>	<b>10</b>
2.1. 全球市场：市场规模稳步提升，国外市场发展成熟	10
2.2. 国内市场：增长潜力大，集中度有望提升	10
2.2.1. 宠物食品自有品牌综合发展弱于外资品牌，未来有望夺回市场	10
2.2.2. 宠物零食：科学养宠意识加强，渗透率提升推动需求不断增长	13
2.2.3. 宠物主粮：需求刚性且稳步增长，国有品牌市占率提升空间大	14
<b>3. 技术资源优势明显，优质产品提升公司核心竞争力</b>	<b>15</b>
3.1. 公司注重研发创新，持续丰富产品矩阵	15
3.2. 背靠母公司天成集团，原材料供应具有优势	16
3.3. 产能扩张满足高增需求，持续加强海外产能布局	16
3.4. 境外代工业务合作稳定，持续加强境内自主品牌建设	16
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>18</b>
4.1. 盈利预测拆分	18
4.2. 估值对比及投资建议	19
<b>5. 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

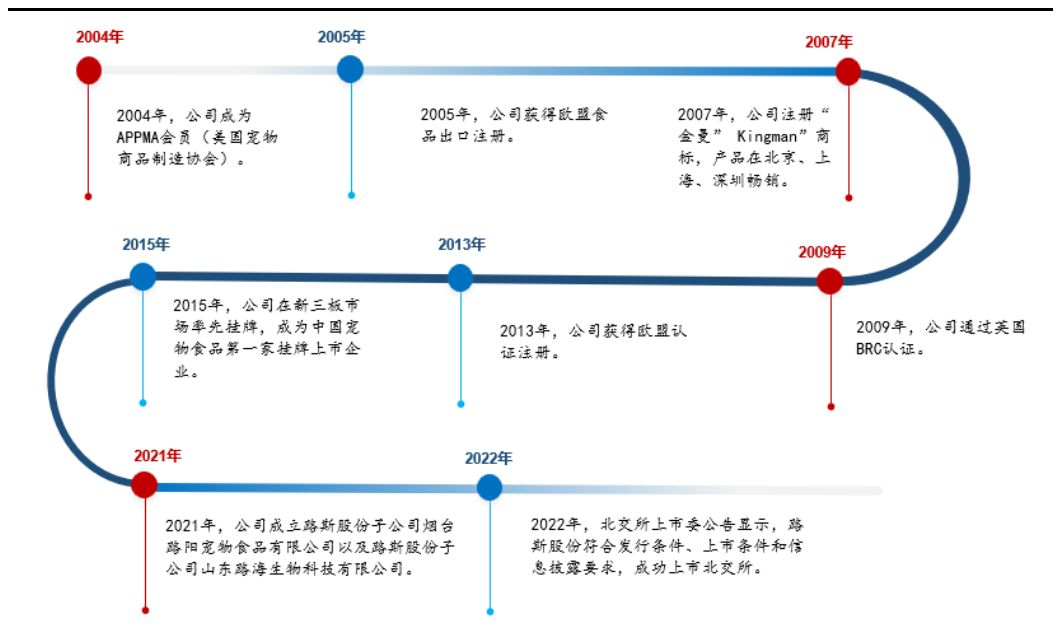
图 1:	路斯股份发展历程	4
图 2:	股权结构清晰稳定 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
图 3:	公司产品主要为肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨	6
图 4:	营业收入持续攀升	7
图 5:	归母净利润呈上升趋势	7
图 6:	公司营收以肉干产品为基, 逐步发展主粮、罐头、洁牙骨等产品	7
图 7:	境外为主, 国内占比不断提升	8
图 8:	境外/内毛利率统计	8
图 9:	盈利能力逐步回升	8
图 10:	肉干产品毛利率稳定, 洁牙骨毛利率最高	8
图 11:	费用管控能力较强	9
图 12:	预计全球宠物食品行业市场规模 2027 年将达 1725 亿美元	10
图 13:	2023 年中国宠物市场各细分市场市场份额	11
图 14:	2017-2021 年中国宠物数量	11
图 15:	中国宠物消费市场规模逐年增长	11
图 16:	2023 年宠物食品市场各产品市场份额	12
图 17:	2022 年中国宠物食品行业企业销售额占比	12
图 18:	2018-2021 年我国宠物零食市场规模	13
图 19:	2021 年宠物狗零食购买率 Top5	13
图 20:	2021 年宠物猫零食购买率 Top5	13
图 21:	2018-2026 年我国宠物主粮市场规模	14
图 22:	中国养宠人购买犬主粮的品牌偏好 (%)	14
图 23:	中国养宠人购买猫主粮的品牌偏好 (%)	14
图 24:	公司研发费用情况	15
图 25:	公司现有产品及新品布局全面	15
图 26:	2023 年公司前五大供应商 (天成集团第四)	16
图 27:	2020-2025E 公司各类产品产能情况 (单位: 吨)	16
图 28:	2021-2023 年前五大客户情况	17
图 29:	公司历年网络服务费持续增长	17
图 30:	线上渠道布局情况	17
图 31:	路斯股份盈利拆分	19
图 32:	可比公司估值对比 (截至 2024 年 7 月 25 日)	20
表 1:	公司管理层行业经验丰富	5

## 1. 路斯股份：宠物食品行业引领企业

### 1.1. 境外 OEM 起家，深耕宠物食品行业二十余年。

“生产、加工、销售一体化”企业，深耕宠物行业二十余年。路斯股份自 1998 年涉足宠物食品领域，是一家集生产、加工、销售宠物食品为一体的国家级高新技术产业。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。2022 年 3 月 11 日，公司在北交所正式挂牌上市。

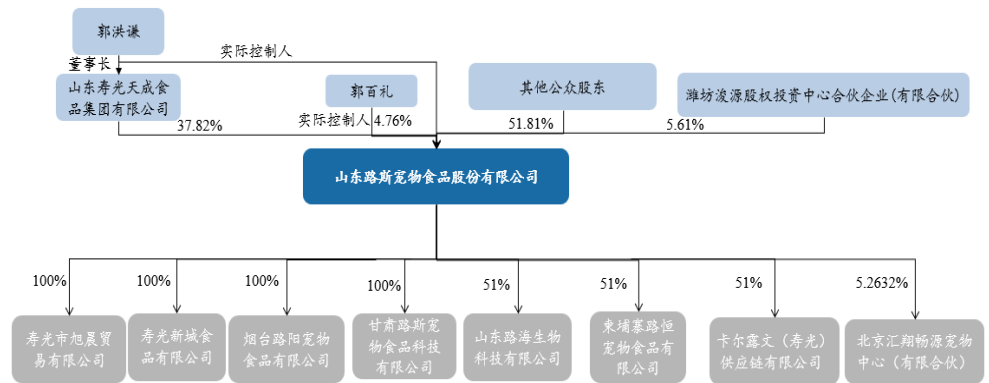
图1：路斯股份发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**股权结构清晰稳定。**郭洪谦、郭百礼为实际控制人，截至 2024 年 3 月 31 日，郭百礼持股 4.76%。截至 2024 年 3 月 31 日，公司控股股东为山东寿光天成食品集团有限公司，占公司股本比例 37.82%。路斯股份子公司众多，其中寿光新城食品有限公司、寿光市旭晨贸易有限公司的主营业务为宠物食品的销售，烟台路阳宠物食品有限公司的主营业务为宠物食品的生产，甘肃路斯宠物食品科技有限公司、山东路海生物科技有限公司、柬埔寨路恒宠物食品有限公司的主营业务为宠物食品的生产与销售，卡尔露文（寿光）供应链有限公司的主营业务为营养保健食品的销售。

图2: 股权结构清晰稳定 (截至 2024 年 3 月 31 日)



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

公司组织架构稳定，管理层行业经验丰富。公司管理层均从业多年，行业经验较为丰富。公司董事长郭百礼先生，在天成集团任职多年，行业经验丰富。公司董事、总经理孙洪学先生、副总经理孙艳平女士、副总经理李海清先生、副总经理李东昌先生，均在行业深耕多年，具备长远的行业眼光和充足的管理经验。

表1: 公司管理层行业经验丰富

姓名	职务	履历
郭百礼	董事长	郭百礼,男,1970年11月出生,中国国籍,本科学历。1986年7月至2003年6月,任职于寿光农村信用社;2003年6月至2008年9月,任职于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;2011年8月至2018年12月,任公司董事;2018年12月至今,任公司董事长。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、青岛天成和泰贸易有限公司执行董事兼总经理、乾德生物执行董事、天成鑫利董事长、天成园林董事长兼总经理、天成宏利执行董事兼经理、山东寿光农村商业银行股份有限公司董事、山东历城圆融村镇银行股份有限公司董事。
孙洪学	总经理、董事	孙洪学,男,1980年5月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科学历。2004年1月至2004年9月,任哈尔滨正大集团生产部生加工主任及计划科主任;2004年10月至2005年9月,任烟台利昌食品有限公司销售经理;2005年10月至2011年7月,任新城食品销售经理;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,任山东路斯宠物食品股份有限公司董事、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。
孙艳平	副总经理	孙艳平,女,1980年10月出生,中国国籍,无境外永久居留权,大专学历。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,任山东路斯宠物食品股份有限公司外销部业务主管;2009年6月至今,任山东路斯宠物食品股份有限公司外销部经理;2017年6月至今,任山东路斯宠物食品股份有限公司副总经理。
李海清	副总经理	李海清,男,1963年11月出生,中国国籍,无境外永久居留权,高中学历。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,任山东路斯宠物食品股份有限公司生产经理;2017年6月至今,任山东路斯宠物食品股份有限公司副总经理。
李东昌	副总经理	李东昌,男,1971年出生,高中学历。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。

数据来源: iFind, 东吴证券研究所

## 1.2. 以宠物零食为主, 积极拓展主粮与单一饲料市场

公司销售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。2022年公司新增主粮、肉粉产品。2023年公司以宠物零食为主, 营收约占总营收71.8%; 肉粉产品营收稳步上升, 约占总收入18.7%; 主粮产品营收约占总收入9.5%。

图3: 公司产品主要为肉干产品、宠物罐头、宠物饼干、宠物洁牙骨

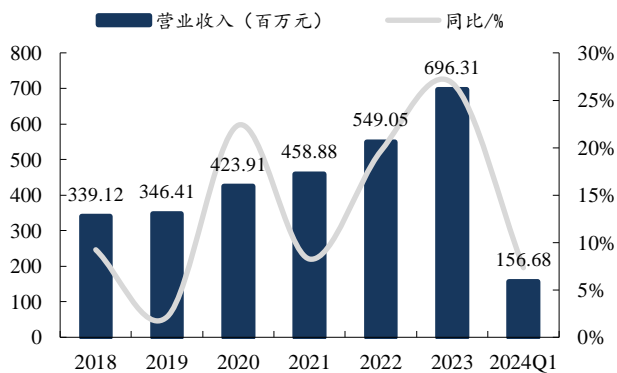
主要产品	产品成分或功效
肉干产品	 <p>主要成分: 鸡肉、鸭肉, 营养钙奶骨, 不饱和脂肪酸(欧米茄-3、欧米茄-6), 维生素A、C、D、E、K、B1、B2、B12, 天然植物提取物微量元素锌、磷、镁、钾、钠等。</p>
宠物罐头	 <p>主要成分: 鸡肉、鸭肉、谷类、植物淀粉、营养增强剂(Ca、P、Fe类营养来源物质)、低聚果糖、不饱和脂肪酸(欧米茄-3、欧米茄-6)、绿茶提取物、益生菌、维生素类(A、B2、B3、B5、B12、C、D3、E)等。</p>
宠物饼干	 <p>主要成分: 玉米粉、麦麸、发酵豆粕(益生肽)、棕榈油、鸡肉、白砂糖、大豆卵磷脂、黄酮、绿茶提取物、鱼肝油、食盐、复合营养素(乳酸锌、碳酸钙、泛酸钙、维生素A、B1、B2)等。</p>
宠物洁牙骨	 <p>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等。</p>

数据来源: 路斯股份招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.3. 经营成果显著，营收和净利润规模逐年提升

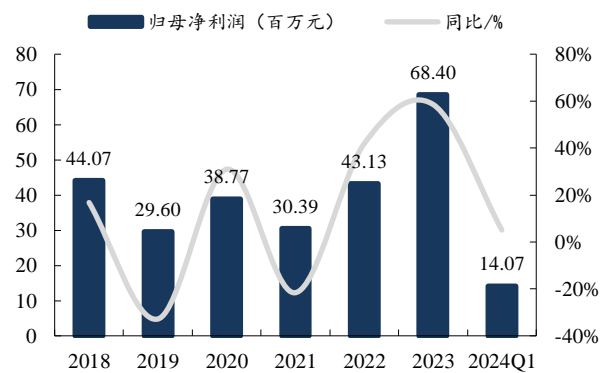
营业收入和归母净利润持续攀升，增长势头不减。公司营收持续保持增长，2019-2023年营收CAGR达到12.74%，2023年公司实现营业收入6.96亿元，同比增长26.82%；盈利方面，公司盈利有所波动，2021年盈利下滑主要系境外市场疫情影响叠加海运费上涨，公司主动让利维护客户，国内市场竞争加剧进而导致毛利率下滑。2022-2023年公司不断丰富产品矩阵，积极开拓国内市场，归母净利润逐步回升，2023年公司实现归母净利润0.68亿元，同比增长58.58%。2019-2023年归母净利润CAGR为7.60%。

图4：营业收入持续攀升



数据来源：iFind，东吴证券研究所

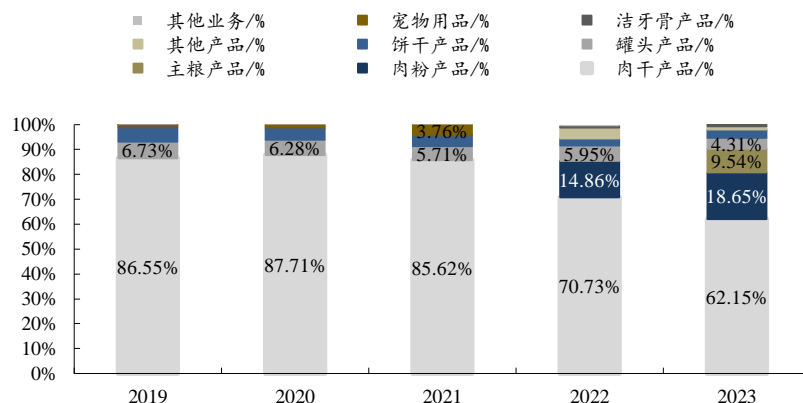
图5：归母净利润呈上升趋势



数据来源：iFind，东吴证券研究所

营收以肉干产品为基，主粮、肉粉产品占比逐步增长。2019-2023年，公司主营业务收入结构保持稳定，肉干产品始终为公司最主要的产品，2023年营收占比达62.15%。公司2022年新增肉粉产品、主粮产品，肉粉产品占2023年营收18.65%，相较2022年增加3.79pct，主粮产品2023年营收占比9.54%。

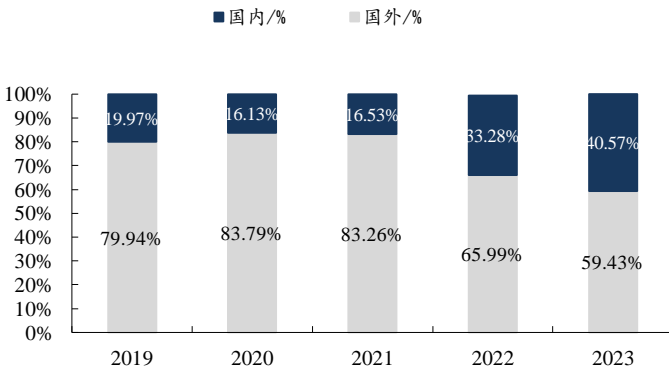
图6：公司营收以肉干产品为基，逐步发展主粮、罐头、洁牙骨等产品



数据来源：iFind，东吴证券研究所

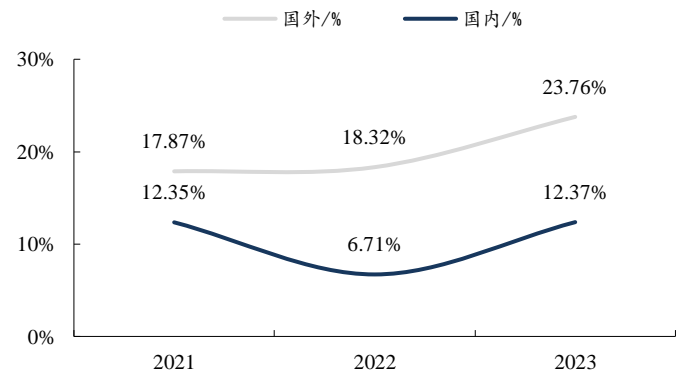
营收以境外为主，境内占比逐年提升，境内外毛利率均稳步提升。公司 2019 年境外/境内营收分别占总营收的 79.94%/19.97%，公司逐步加大境内市场开拓，境内市场占比不断提升，2023 年境内占比达 40.57%。盈利方面，根据 2021-2023 年数据，境外毛利率高于境内市场约 10pct，随公司不断加强成本管控、受益汇率贬值叠加高利率产品占比提升，公司毛利率不断提升。

图7: 境外为主，国内占比不断提升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

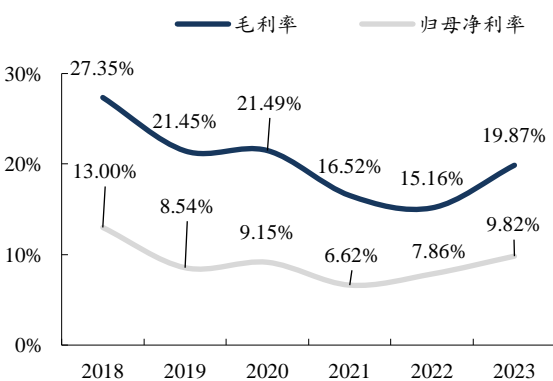
图8: 境外/内毛利率统计



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

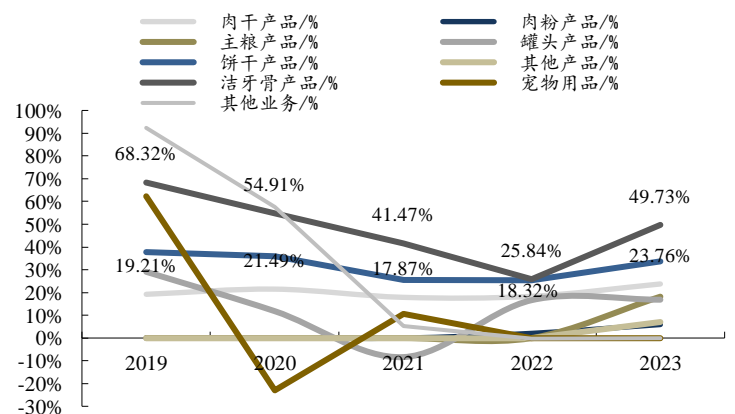
盈利能力逐步回升。2020 年-2022 年受疫情、海运费上涨、市场竞争加剧等影响，公司毛利率及净利率有所下滑，2022 年毛利率及净利率分别为 15.16%、7.86%。2023 年公司加强成本管控以及受益人民币汇率贬值，公司毛利率及净利率均有所提升，分别为 19.87%、9.82%。分产品看：洁牙骨及饼干等毛利率最高，毛利率同比 2022 年大幅提升，肉干产品也较 2022 年提升 5.4pct。

图9: 盈利能力逐步回升



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图10: 肉干产品毛利率稳定，洁牙骨毛利率最高



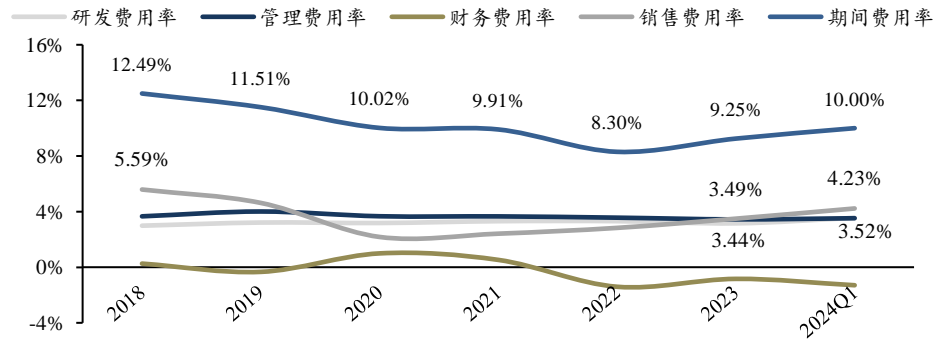
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

公司费用管控能力较强，期间费用率稳步下降，销售费用率略有增长。2021-2023 年



公司期间费用率分别为 9.91%、8.30%、9.25%，整体稳步下降；管理费用率为 3.66%、3.56%、3.44%，整体呈下滑趋势；研发费用率为 3.31%、3.31%、3.16%，基本保持稳定；销售费用率为 2.41%、2.83%、3.49%，逐年上升，主要系公司持续加强国内品牌渠道建设。

图11: 费用管控能力较强



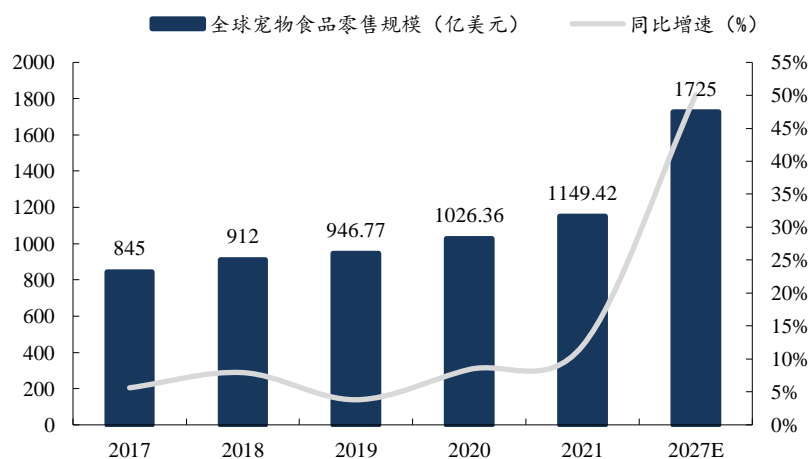
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

## 2. 宠物食品行业市场前景广阔，国产集中度有望提升

### 2.1. 全球市场：市场规模稳步提升，国外市场发展成熟

受全球消费升级以及宠物人性化的观念转变，全球宠物食品市场规模逐年提升，预计 2021-2027 年 CAGR 约为 7%。根据 Euromonitor 的数据，2021 年在全球部分地区已从疫情中恢复的情况下，全球宠物食品行业零售市场规模达 1149.42 亿美元，同比增长 11.99%，2016-2021 年全球宠物食品行业零售市场规模 CAGR 达 6.92%。随着宠物食品市场发展成熟，预计全球宠物食品市场规模将在 2027 年达到 1725 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 7%。

图12: 预计全球宠物食品行业市场规模 2027 年将达 1725 亿美元



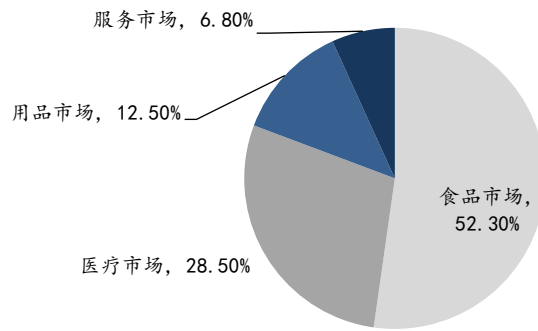
数据来源：Euromonitor，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

### 2.2. 国内市场：增长潜力大，集中度有望提升

#### 2.2.1. 宠物食品自有品牌综合发展弱于外资品牌，未来有望夺回市场

内资企业出口转内销开拓国内市场，宠物食品市场稳居行业“头牌”。中国宠物行业自 2013 年起进入快速发展期，内资头部企业基本以代工厂模式起家，通过出口转内销开拓国内市场。宠物食品市场在细分市场中起步最早，发展最快，市场规模最大。2023 年中国宠物食品行业市场规模为 76.4 亿美元（532.9 亿元），占全球宠物食品市场 6%。近十年中国宠物食品行业市场规模增速远超全球。2013-2023 年中国宠物食品市场规模 CAGR 为 22.4%，远超全球（4.9%），且远高于市场规模排名前 20 的国家。

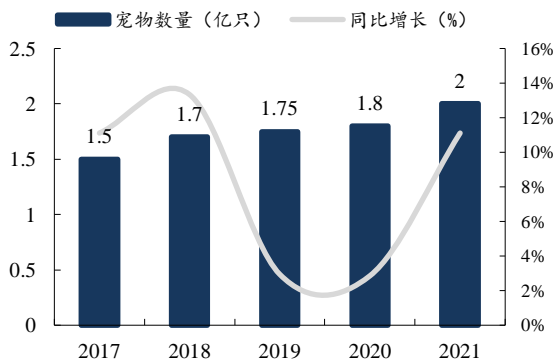
图13: 2023年中国宠物市场各细分市场市场份额



数据来源: 2023-2024年中国宠物行业白皮书, 东吴证券研究所

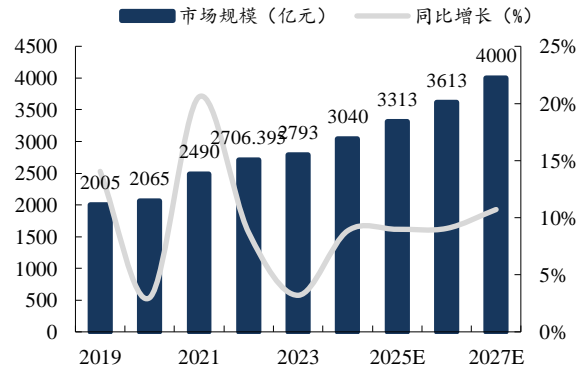
我国宠物食品行业增长潜力大, 市场规模增速较快, 预计 2024-2027 年 CAGR 为 10%-15%。中国宠物食品行业已从高速增长阶段 (2012-2017 年 CAGR30.4%) 逐步进入稳步增长阶段 (2018-2023 年 CAGR14.7%), 从数量增长驱动转变为单宠消费金额增长驱动。对标美日等成熟市场, 近 10 年宠物食品行业市场规模增长主要由单宠消费金额增长驱动, 未来 3-5 年中国宠物食品行业市场规模增速预计为 10%-15%。

图14: 2017-2021年中国宠物数量



数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

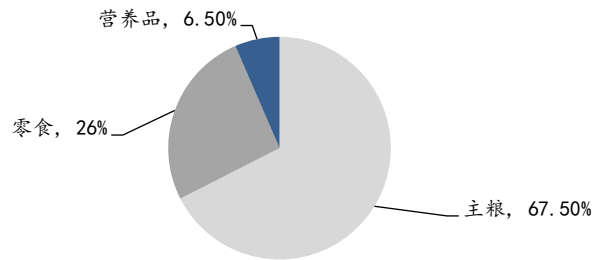
图15: 中国宠物消费市场规模逐年增长



数据来源: 2023-2024年中国宠物行业白皮书, 东吴证券研究所

宠物食品市场可细分为宠物主粮、宠物零食、宠物营养保健品三大市场。根据《2023-2024年中国宠物行业白皮书》, 2023年, 全国主粮、零食、营养品的市场份额分别占宠物食品市场总额的 67.5%、26.0%、6.5%, 对应宠物行业市场规模的 35.3%、13.6%、3.4%。其中, 主粮是宠物食品市场的主要产品。

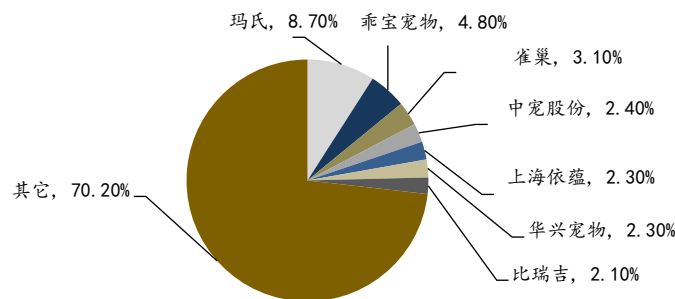
图16: 2023年宠物食品市场各产品市场份额



数据来源: 2023-2024年中国宠物行业白皮书, 东吴证券研究所

行业集中度目前较低, 2020年中国宠物食品行业CR5为22%, 配方及制造技术进步、产品功能性提升有望提升行业集中度。根据Euromonitor数据, 2020年国内宠物食品行业前五名和前十名企业行业集中率仅为23.1%和32.9%, 并且第一名为外资企业玛氏, 市场份额达到了10.5%。我国宠物主粮格局分散的主要原因是产品同质化程度较高、行业发展较晚等。目前, 我国宠物行业正处于稳步发展与完善监管并行、产品功能性与独特性提升、国产品牌头部聚集效应逐渐显著的时期。对标美日等成熟市场, 未来国内企业将越来越多地发展和收复主粮市场, 市场集中度将有显著提升。

图17: 2022年中国宠物食品行业企业销售额占比



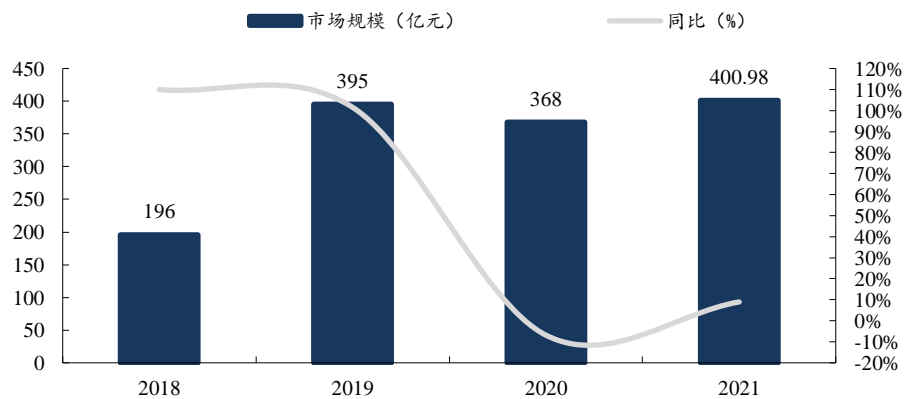
数据来源: 华经产业研究院, 东吴证券研究所

产品功能性要求逐渐提升, 助推产品向高质量、独特功能性方向差异化发展。当前宠物食品市场, 宠物主人们逐渐推崇“天然”高端食品, 在宠物基本健康的基础上更加注重营养均衡、毛发光滑等高层次因素, 对纯天然、添加有机成分或具备特定功能性效用的产品更加青睐, 并且这种青睐在年轻群体中更加明显。因此产品向高质量、独特功能性方向差异化发展。

2.2.2. 宠物零食：科学养宠意识加强，渗透率提升推动需求不断增长

随着宠物主科学养宠意识的加强，市场渗透率不断提升。2020 年我国宠物零食市场规模约为 368 亿元，约占宠物食品细分品类规模的 32.5%，存在持续增长趋势。同时随着宠物食品的消费者教育加深，宠物主科学养宠意识逐步加强。国家统计局数据显示，2020 年 61.1%的宠物主逐步养成了科学的养宠方式，宠物主喂养的食品也从剩菜剩饭转向专业宠物食品，同时还根据宠物品种、生命周期和健康选择不同配方，宠物主粮和零食的渗透率也在不断上升。

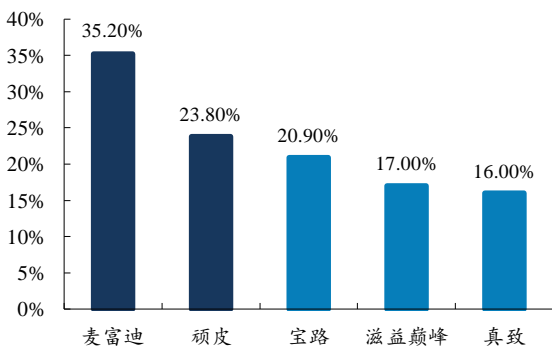
图18：2018-2021 年我国宠物零食市场规模



数据来源：路斯股份招股说明书，东吴证券研究所

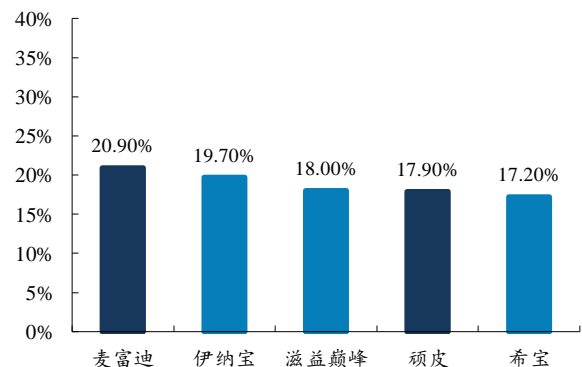
我国宠物零食竞争格局分散，本土企业存在优势。主要由于宠物零食品类多种多样且功能各异，因此大多数宠物主对于零食品牌忠诚度低，其中 90/95 后作为养宠人群的主力，在购买零食时偏好非固定品牌的比率达 65%以上，因此单一品牌想要获得较大市场份额的难度较高。2021 年宠物行业白皮书数据显示，宠物（犬猫）零食购买率 Top1 企业为麦富迪，属于国产品牌；宠物狗零食购买率 Top5 企业中国产品牌数量虽然比国外品牌少一个，但市场份额领先；宠物猫零食市场 Top5 企业市场份额差距不显著，国产品牌有望抢占宠物零食市场。

图19：2021 年宠物狗零食购买率 Top5



数据来源：中国宠物行业白皮书，东吴证券研究所

图20：2021 年宠物猫零食购买率 Top5

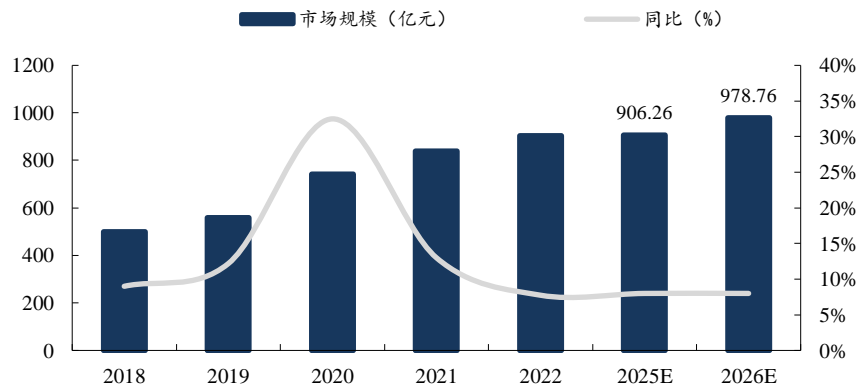


数据来源：中国宠物行业白皮书东，吴证券研究所

2.2.3. 宠物主粮：需求刚性且稳步增长，国有品牌市占率提升空间大

与美国、欧洲等成熟期市场相比，我国宠物主粮市场正处于快速成长期。根据《2020年中国宠物行业白皮书》统计，2020年宠物食品市场规模约为1,129.56亿元。其中宠物主粮市场规模高达741.34亿元，在宠物食品市场中占据主导。

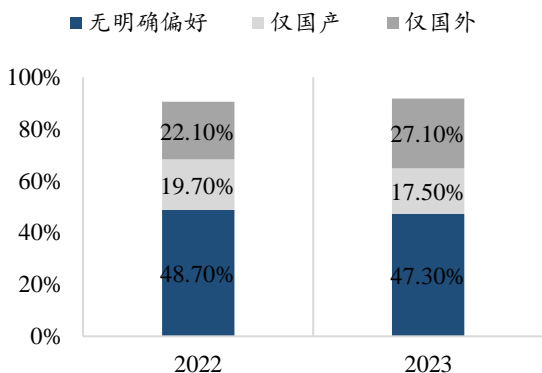
图21：2018-2026年我国宠物主粮市场规模



数据来源：路斯股份招股说明书，东吴证券研究所

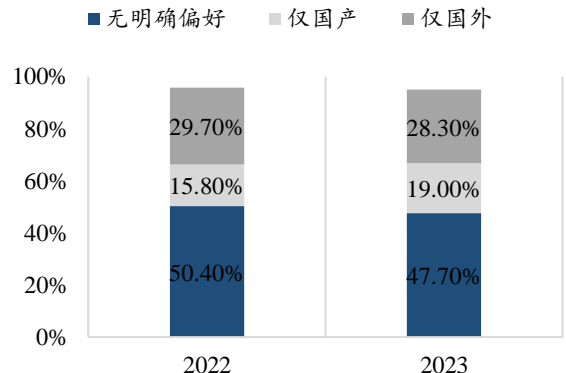
目前，我国主粮市场行业集中度较低，格局体现为外资主导。根据 Euromonitor 统计的数据，2020年我国宠物主粮市场前五大公司市场份额占比仅23.2%，其中玛氏的市场占有率为11.1%，余下单一企业的市场占有率均相对较低。根据中国宠物行业白皮书数据显示，我国宠物主购买主粮时，偏好于国外品牌的明显多于国内品牌，但仍有约50%宠主无明确品牌偏好。因此，面对较为广阔的市场空间，国产品牌可以从营销、质量、品牌等方面持续发力以抢占市场，国有品牌市占率提升空间广阔。

图22：中国养宠人购买犬主粮的品牌偏好 (%)



数据来源：中国宠物行业白皮书，东吴证券研究所

图23：中国养宠人购买猫主粮的品牌偏好 (%)



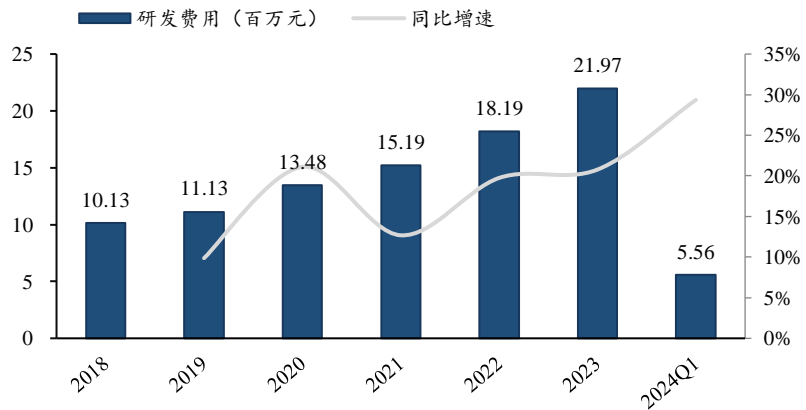
数据来源：中国宠物行业白皮书，东吴证券研究所

### 3. 技术资源优势明显，优质产品提升公司核心竞争力

#### 3.1. 公司注重研发创新，持续丰富产品矩阵

公司注重研发，持续加强创新。公司注重研发创新，不断加大研发投入，2018-2023 年公司研发费用从 1 千万增长至 2.2 千万，2018-2023 年 CAGR 达 13.77%。

图24: 公司研发费用情况



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

公司产品矩阵丰富，布局全面，满足多样化需求。公司现有产品包括肉干、罐头、饼干、主粮、洁牙骨、洁齿棒等，涵盖宠物零食、宠物主粮、养护型产品与营养品，产品布局全面丰富，同时公司 4 月还推出“摇一摇”系列主粮新品，新品毛利率更高，有望带动盈利结构性改善；以及公司新成立营养保健品公司，未来逐步布局营养保健领域。

图25: 公司现有产品及新品布局全面

产品名称	细分类别
犬主粮	畅益舒
猫主粮	畅益舒、全价主食罐、多拼猫粮
猫零食	35g 猫零食、冻干肉粒、冻干生骨肉、猫零食、猫饼干、猫条、小鱼干
狗零食	冻干肉粒、冻干生骨肉、经典牛肉粒、魔力圈、狗饼干、手工坊系列、优加系列
狗咬胶	洁齿磨牙骨、洁趣卷、趣味棒
罐头	猫罐头、犬罐头
养护型产品	冻干洁齿棒、冻干猫草粒
畅益舒 零食	宠物零食冻干、风干鸡肉片、风干鸭肉片

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 3.2. 背靠母公司天成集团，原材料供应具有优势

公司背靠母公司天成集团，原材料供应具有优势。公司生产宠物食品的主要原材料为鸡肉、鸭肉、牛肉、淀粉、蔬菜等农副产品，控股股东天成鑫利主要产业包括肉鸭加工产业链以及果蔬项目等农副产业，在原材料供应、价格控制方面公司均有优势。

图26: 2023年公司前五大供应商(天成集团第四)

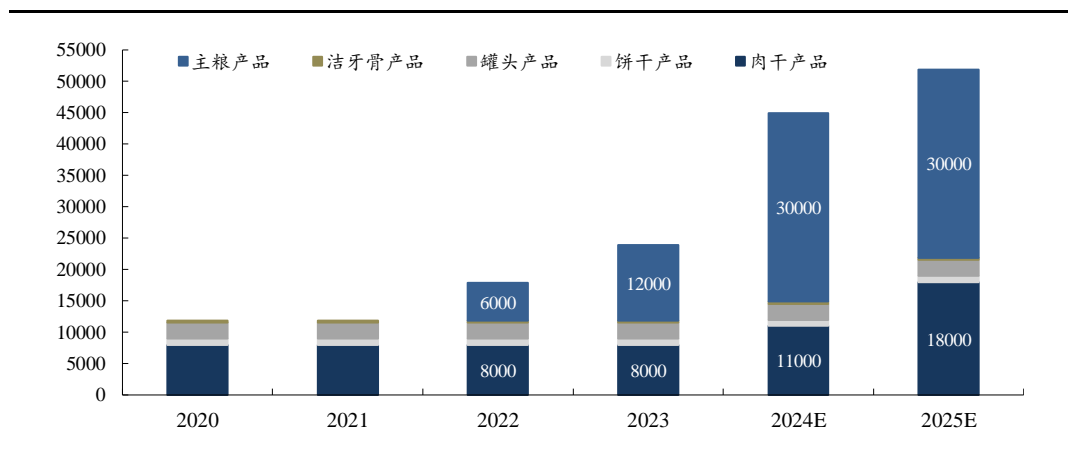
供应商	年度采购占比%
超和食品	7.54%
新盛食品	4.42%
山东千恒食品有限公司	3.93%
山东天成鑫利农业发展有限公司	3.33%
安丘市巨峰油脂有限公司	2.84%
合计	22.06%

数据来源: 路斯股份年度报告, 东吴证券研究所

### 3.3. 产能扩张满足高增需求, 持续加强海外产能布局

公司产能扩张满足高增需求, 并持续加强海外产能布局。公司2023年在柬埔寨成立子公司进行海外宠物零食产能建设, 一期规划3000吨, 二期规划7500吨, 公司海外布局意在优化公司产能的区域布局, 利用柬埔寨的人口成本红利及自由贸易环境, 提高公司产品的国际竞争力, 进一步推动公司业务在美国等国际市场的发展。

图27: 2020-2025E公司各类产品产能情况(单位: 吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.4. 境外代工业务合作稳定, 持续加强境内自主品牌建设

公司境外代工业务的客户合作紧密, 订单稳定。公司海外业务辐射俄罗斯、欧盟等



成熟市场，根据公司 2021-2023 年数据，前三大海外客户占比 30%，合作关系紧密，同时公司通过客户介绍、拜访、参加展会等方式持续获取新客户，并计划拓展东南亚、美国市场。

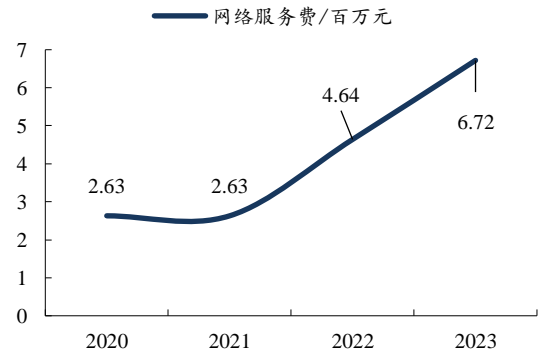
公司国内业务采取“线上+线下”双渠道模式。线下业务包括建立分销商团队对接当地宠物门店，同时在沃尔玛、胖东来等商超上架。线上业务以天猫、京东等传统平台为主，同时加强拼多多、抖音、小红书等新型渠道布局，因而公司网络服务费持续增加。

图28: 2021-2023 年前五大客户情况

2021年前五大客户	年度销售占比/%	2022年前五大客户	年度销售占比/%	2023年前五大客户	年度销售占比/%
德国福润斯	19.83%	德国福润斯	14.07%	德国福润斯	11.24%
俄罗斯丹尼斯公司	9.83%	德国飞达公司	7.96%	俄罗斯丹尼斯公司	10.94%
德国飞达公司	9.28%	俄罗斯丹尼斯公司	7.23%	德国飞达公司	7.10%
芬兰皮特公司	5.79%	韩国PJ	4.62%	佛山市雷米高动物营养保健科技有限公司	4.93%
美国唯一公司	5.64%	芜湖卫仕生物科技有限公司	4.50%	安徽安宠宠物用品有限公司	3.84%
合计	50.37%	合计	38.38%	合计	38.05%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29: 公司历年网络服务费持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图30: 线上渠道布局情况



数据来源：路斯股份公众号、小红书、抖音、淘宝、京东、拼多多旗舰店官网，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测拆分

**肉干产品业务：**考虑柬埔寨工厂投产，2025 年增速有望提升，我们预计 2024/2025/2026 年公司肉干产品业务实现营收增长 5%/12%/10%；预计毛利率略微下降，2024-2026 年分别为 24%/23%/22.5%。

**肉粉系列业务：**我们预计肉粉系列业务 2024/2025/2026 年实现营收增长，增速为 10%/10%/10%，毛利率预计稳定增长，2024-2026 年分别为 9%/10%/10%。

**主粮业务：**主粮业务为公司新增业务，业务快速放量，我们预计 2024 年公司主粮业务实现营增长 90%，2025/2026 年分别增长 60%/40%至 2.02/2.83 亿元，同时我们预计 2024-2026 年毛利率逐步提升，分别为 22%/25%/25%。

**罐头业务：**我们预计 2024/2025/2026 年实现营收增长 20%/25%/30%，2024 年毛利率随规模提升增至 25%，2025-2026 年维持稳定。

**饼干业务：**我们预计公司饼干业务 202-2026 年保持稳定增长，增速为 30%/30%/30%，毛利率稳定在约 33%。

**洁牙骨业务：**我们预计洁牙骨业务 2024-2026 年分别实现营收增长约 50%/50%/50%，毛利率略有下降，分别为 48%/46%/45%。

**其他业务：**我们预计 2024-2026 年营收增长稳定在 5%，同时预计毛利率维持在约 7%。

基于以上收入拆分，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.1/9.7/11.5 亿元，同比+16%/21%/18%。

图31: 路斯股份盈利拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营收 (百万元)	458.88	549.05	696.31	806.44	972.94	1151.21
		19.65%	26.82%	15.82%	20.65%	18.32%
总成本 (百万元)	383.06	465.82	557.93	633.84	760.08	898.20
毛利率	16.52%	15.16%	19.87%	21.40%	21.88%	21.98%
肉干产品						
收入 (百万元)	392.89	388.32	432.74	454.38	508.90	559.79
yoy		-1.16%	11.44%	5.00%	12.00%	10.00%
成本 (百万元)	322.69	317.19	329.93	345.33	391.85	433.84
毛利率	17.87%	18.32%	23.76%	24.00%	23.00%	22.50%
肉粉系列						
收入 (百万元)		81.57	129.89	142.88	157.16	172.88
yoy			59.24%	10.00%	10.00%	10.00%
成本 (百万元)		79.89	122.18	130.02	141.45	155.59
毛利率		2.05%	5.93%	9.00%	10.00%	10.00%
主粮						
收入 (百万元)			66.45	126.25	202.00	282.80
yoy				90.00%	60.00%	40.00%
成本 (百万元)			54.37	98.47	151.50	212.10
毛利率			18.17%	22.00%	25.00%	25.00%
罐头						
收入 (百万元)	26.22	32.67	30.04	36.05	45.06	58.57
yoy		24.60%	-8.06%	20.00%	25.00%	30.00%
成本 (百万元)	28.42	27.23	24.98	27.03	33.79	43.93
毛利率	-8.38%	16.66%	16.84%	25.00%	25.00%	25.00%
饼干						
收入 (百万元)	18.85	16.76	23.36	30.37	39.48	51.32
yoy		-11.09%	39.39%	30.00%	30.00%	30.00%
成本 (百万元)	14.03	12.51	15.49	20.35	26.45	34.39
毛利率	25.56%	25.38%	33.68%	33.00%	33.00%	33.00%
洁牙骨						
收入 (百万元)	2.71	2.99	4.43	6.64	9.96	14.94
yoy		10.51%	47.83%	50.00%	50.00%	50.00%
成本 (百万元)	1.59	2.22	2.23	3.45	5.38	8.22
毛利率	41.47%	25.84%	49.73%	48.00%	46.00%	45.00%
其他业务						
收入 (百万元)	18.22	26.74	9.41	9.88	10.38	10.90
yoy		46.81%	-64.80%	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	16.34	26.78	8.75	9.19	9.65	10.13
毛利率	10.32%	-0.14%	7.03%	7.00%	7.00%	7.00%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 4.2. 估值对比及投资建议

首次覆盖, 给予“增持”评级。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润为 0.79/0.96/1.15 亿元, 同比+15%/22%/20%, 对应 PE 为 10/8/7 倍; 可比公司选择与路斯股份类似的宠物食品为公司主要业务的中宠股份和佩蒂股份, 可比公司 2024-2026 年对应平均 PE 为 20/16/13 倍, 可比公司平均 PE 明显高于路斯股份, 但考虑北交所上市公司流动性相对偏弱, 估值偏低, 同时公司技术研发实力雄厚、产品矩阵丰富, 海内外业务稳步扩张有望提升公司核心竞争力, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

图32: 可比公司估值对比 (截至 2024 年 7 月 25 日)

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002891.SZ	中宠股份	53.68	2.88	3.52	4.28	19	15	13
300673.SZ	佩蒂股份	30.06	1.47	1.86	2.3	20	16	13
						20	16	13
832419.BJ	路斯股份	7.65	0.79	0.96	1.15	10	8	7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 除路斯股份外其余盈利预测均为 Wind 一致预期预测

## 5. 风险提示

**1) 市场竞争加剧的风险。**公司所处宠物食品行业，产品同质化情况较多，参与的竞争主体较多。如果公司无法有效加强市场推广、完成自主品牌建设和差异化产品开发、提升自身竞争实力，巩固其在行业中的竞争优势地位，则可能出现主要产品价格或市场占有率降低等情形，对公司业绩产生不利影响。

**2) 产品同质化竞争的风险。**公司主要产品与竞争企业的同类产品相比，虽然在产品造型、配方、功能性等方面有所差异，但在产品质量、营养配比科学性等方面差异较小，存在一定同质化情形，面临着同质化竞争的风险。若公司未能巩固并提升现有的竞争优势和差异化产品竞争能力，将对公司市场竞争能力造成不利影响。

**3) 境外销售占比较高的风险。**报告期内公司海外收入占比较高，海外客户管理的难度和风险较大。如果未来海外客户出现订单减少、法律纠纷、无经营资质及其他违法违规等情形，或者其他原因导致公司与海外客户之间的良好合作不能持续，将造成公司产品销售收入下降，从而对公司的经营业绩带来不利影响。

**4) 主要客户集中度较高的风险。**宠物食品行业知名终端销售商相对集中，终端销售商均有较为严格的供应商认定体系，公司在通过主要客户的供应商资质认定后，双方一般会保持持续稳定的合作，导致公司前五大客户集中度较高。如果未来主要客户从公司采购产品的数量和金额出现下降，将对公司的销售收入产生较大影响，短期内公司将面临销售收入减少的风险。

**5) 原材料价格波动风险。**公司的主要原材料包括鸡肉、鸭肉等，其市场价格随着禽类养殖业市场供需变化而波动，呈现一定的周期性。虽然公司日常注重对原材料价格和需求进行预测，价格的短期波动对公司的影响较小，但是未来受市场需求变动等多方面因素影响，如果原材料价格出现大幅波动，产品价格无法及时同步调整，会对公司的盈利水平造成不利影响。

**6) 宠物零食行业增速下降的风险。**大众消费能力是宠物行业发展的基础，而宠物零食行业是宠物行业的细分领域之一，亦受经济环境和消费水平影响。若未来全球宏观经济持续下行，大众消费水平进一步降低，影响养宠意愿和宠物相关产品消费意愿，将导致宠物零食行业未来增速放缓或出现下滑，对公司的盈利能力产生不利影响。

**7) 开拓新客户的风险。**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。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。由于公司早期市场开发的重点主要是面向国际市场，对国内市场开发不足。目前国内宠物食品市场已进入快速发展阶段，随着国内宠物食品市场竞争加剧，如果公司不能采取有效措施应对市场竞争，将会对公司未来经营业绩产生不利影响。

## 路斯股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>370</b>	<b>409</b>	<b>544</b>	<b>725</b>	<b>营业总收入</b>	<b>696</b>	<b>806</b>	<b>973</b>	<b>1,151</b>
货币资金及交易性金融资产	211	194	300	445	营业成本(含金融类)	558	634	760	898
经营性应收款项	52	71	82	95	税金及附加	3	4	5	6
存货	97	137	156	178	销售费用	24	32	39	46
合同资产	0	0	0	0	管理费用	24	27	32	37
其他流动资产	9	7	7	7	研发费用	22	25	30	36
<b>非流动资产</b>	<b>292</b>	<b>310</b>	<b>321</b>	<b>306</b>	财务费用	(6)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	1	1	1
固定资产及使用权资产	225	227	224	216	投资净收益	2	1	1	1
在建工程	17	34	29	24	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	41	41	39	37	减值损失	0	1	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>136</b>
其他非流动资产	9	9	29	29	营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>661</b>	<b>719</b>	<b>865</b>	<b>1,031</b>	<b>利润总额</b>	<b>77</b>	<b>92</b>	<b>113</b>	<b>136</b>
<b>流动负债</b>	<b>129</b>	<b>105</b>	<b>122</b>	<b>143</b>	减:所得税	9	13	17	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	46	11	11	11	<b>净利润</b>	<b>69</b>	<b>79</b>	<b>96</b>	<b>115</b>
经营性应付款项	41	50	58	68	减:少数股东损益	0	1	1	1
合同负债	8	10	11	13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>79</b>	<b>96</b>	<b>115</b>
其他流动负债	34	35	43	51	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.76	0.93	1.11
非流动负债	36	36	86	136	EBIT	69	85	107	129
长期借款	0	0	50	100	EBITDA	93	112	136	159
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.87	21.40	21.88	21.98
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	9.82	9.74	9.84	9.95
其他非流动负债	34	34	34	34	收入增长率(%)	26.82	15.82	20.65	18.32
<b>负债合计</b>	<b>165</b>	<b>142</b>	<b>209</b>	<b>280</b>	归母净利润增长率(%)	58.58	14.85	21.85	19.64
归属母公司股东权益	480	560	639	732					
少数股东权益	17	17	18	19					
<b>所有者权益合计</b>	<b>496</b>	<b>577</b>	<b>657</b>	<b>751</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>661</b>	<b>719</b>	<b>865</b>	<b>1,031</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	104	61	113	133	每股净资产(元)	4.64	5.42	6.18	7.08
投资活动现金流	(35)	(53)	(39)	(14)	最新发行在外股份(百万股)	103	103	103	103
筹资活动现金流	11	(36)	30	25	ROIC(%)	12.38	12.83	13.85	13.81
现金净增加额	84	(25)	106	145	ROE-摊薄(%)	14.26	14.02	14.98	15.64
折旧和摊销	24	27	29	30	资产负债率(%)	24.94	19.70	24.12	27.13
资本开支	(49)	(45)	(40)	(15)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.18	9.74	7.99	6.68
营运资本变动	13	(45)	(12)	(14)	P/B(现价)	1.60	1.37	1.20	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>