



宠物经济迎热潮，公司多元布局促发展

——路斯股份（832419.BJ）深度报告

2025 年 03 月 18 日

核心观点

- **北交所宠物食品重要标的，产品种类覆盖齐全：**公司专注于宠物食品领域，为北交所宠物食品重要标的。路斯股份成立于 2011 年，作为一家集生产、加工、销售宠物食品为一体的国家级高新技术产业，将“有宠、有爱、路斯在”作为企业的发展理念，秉承着对宠物的热爱，致力于做一个有爱有趣的宠物食品企业。公司产品种类繁多，产品质量获境内外多重认证，目前拥有三个现代化工厂，一个市级技术研发中心。
- **境外 OEM 经营模式，境内线上线下协同销售：**公司产品以出口为主，国内销售为辅。在国外市场，公司产品出口以 OEM 为主，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，在国内则通过参加国内展会、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。2023 年，公司境外业务实现营收 4.14 亿元，同比+14.22%，同期公司境内业务收入为 2.82 亿元，同比+54.59%，营收占比逐年上升。
- **产品销售情况良好，盈利能力整体提升：**公司 2021-2023 年的销售毛利率分别 16.52%、15.16%和 19.87%；销售净利率分别为 6.64%、7.94%和 10.52%。2024 年，公司盈利能力有较大幅度提升，主要原因一是公司持续加强产品研发、成本管控和效率提升，宠物零食毛利率上升，同时罐头产品境外收入快速增长，且境外毛利率高于境内，带动罐头产品整体毛利率上升；二是主粮生产线利用率逐步提高，规模化生产带来主粮产品毛利率改善，以及境内收入结构优化，具体表现为主粮产品占比提升，低毛利的肉粉产品占比下降。
- **宠物行业境外成熟稳定，境内迅速发展：**宠物产业在境外发展历史悠久，随着全球养宠人数的增多，全球宠物市场规模呈现稳步上升趋势，而在国内，随着经济的不断发展，且在年轻人群体和老年人群体对宠物陪伴需求增加的推动下，居民饲养宠物数量快速增长，宠物食品需求大幅增加，宠物食品行业也成为中国消费市场增长较快的行业之一。
- **投资建议：**公司以创新驱动为发展战略，立足于宠物食品的当前市场需求及未来发展趋势，建立较为完善的技术研发创新体系，不断开发新配方、新产品，促进公司高质量发展。预计公司 2024-2026 年营收分别为 7.81、9.54、11.65 亿元，同比分别增长 12.10%、21.22%、22.07%，归母净利润分别为 0.81、0.95、1.15 亿元，同比分别为 18.83%、16.81%、20.98%，EPS 分别为 0.79 元/股、0.92 元/股、1.11 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、新增产能进展不及预期的风险。

路斯股份（832419.BJ）

推荐 首次评级

分析师

范想想

☎：010-8092-7663

✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130518090002

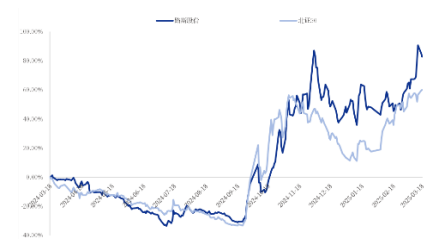
市场数据

2025-03-18

股票代码	832419.BJ
A 股收盘价(元)	18.78
上证指数	3,429.76
总股本(万股)	10,330.40
实际流通 A 股(万股)	9,360.05
流通 A 股市值(亿元)	17.58

相对北证 50 表现图

2025-03-18



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河北交所】2025 年度策略_并购重组助力高质量发展，抓两新两重投资机遇
- 2.【银河北交所】2024 中期策略_新质生产力赋能北证，关注央企投资价值

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	696.31	780.60	953.97	1164.51
同比%	26.82	12.10	22.21	22.07
归母净利润 (百万元)	68.40	81.28	94.94	114.86
同比%	58.58	18.83	16.81	20.98
摊薄 EPS(元)	0.66	0.79	0.92	1.11
PE	26.64	22.42	19.19	15.87

资料来源：iFinD, 中国银河证券研究院

目录

Catalog

一、 专注宠物食品领域，产品种类覆盖齐全	4
（一） 专注宠物食品领域，北交所宠物食品重要标的	4
（二） 产品品类覆盖齐全，质量获境内外多重认证	5
（三） 境外 OEM 经营模式，境内线上线下协同销售	6
二、 宠物食品市场规模巨大，公司具备竞争潜力	9
（一） 宠物产业境外成熟稳定，境内迅速发展	9
（二） “它经济”热潮持续，宠物食品市场规模巨大	11
（三） 多方位确立优势，进军国内宠物食品蓝海市场	13
三、 研发持续投入，业务稳定向好	17
（一） 业绩持续上升，盈利能力保持良好	17
（二） 研发实力强劲，募投项目已达到使用状态	19
四、 盈利预测和投资评级	21
（一） 盈利预测	21
（二） 相对估值	22
（三） 绝对估值	22
（四） 投资建议	23
五、 风险提示	24

一、专注宠物食品领域，产品种类覆盖齐全

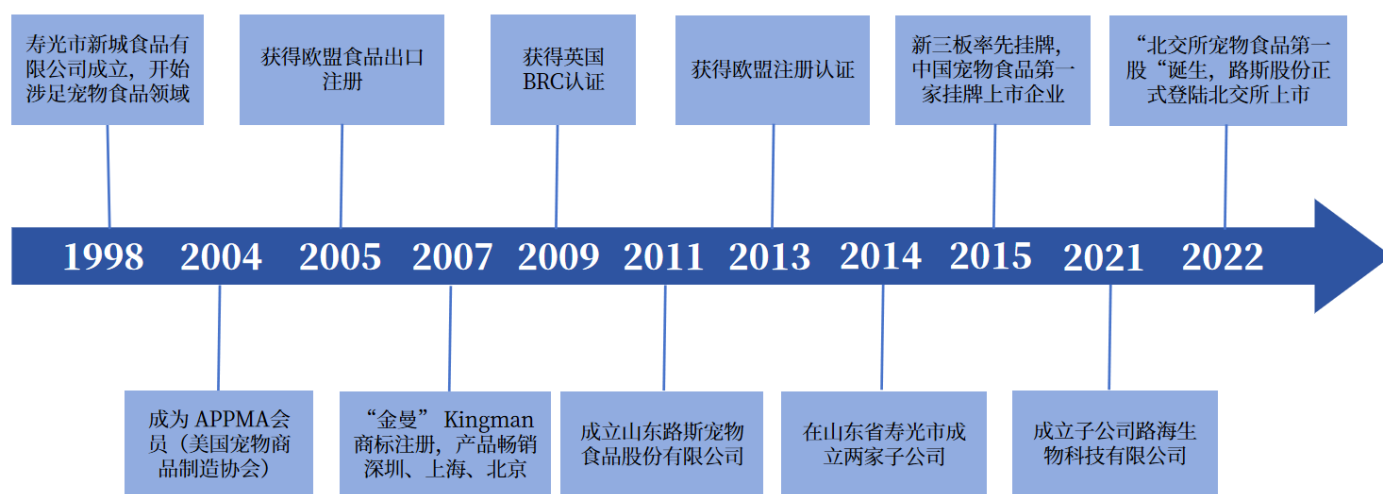
（一）专注宠物食品领域，北交所宠物食品重要标的

公司专注于宠物食品领域，为北交所宠物食品重要标的。路斯股份成立于 2011 年，作为一家集生产、加工、销售宠物食品为一体的国家级高新技术产业，将“有宠、有爱、路斯在”作为企业的发展理念，秉承着对宠物的热爱，致力于做一个有爱有趣的宠物食品企业。

1998 年路斯股份的前身为寿光市新城食品有限公司成立，公司早期便积极布局宠物食品领域，并于 2004 年成为美国宠物商品制造协会（APPMA）会员。2005 年，公司顺利获得欧盟食品出口注册认证；2009 年，获得英国 BRC 认证。2011 年，公司完成改制，正式更名为山东路斯宠物食品股份有限公司。2013 年，路斯股份获得欧盟注册认证；2015 年，公司在新三板成功挂牌，成为中国宠物食品行业首家上市企业。2022 年，路斯股份作为北交所宠物食品重要标的正式在北京证券交易所上市。

经二十余年的发展，公司目前拥有三个现代化工厂，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。新投入的冻干仓 4 个已投产，年产可达 1200 吨，主粮项目二期时产 5 吨主粮生产线。正在建设辐照加工中心 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。

图 1：公司发展历程

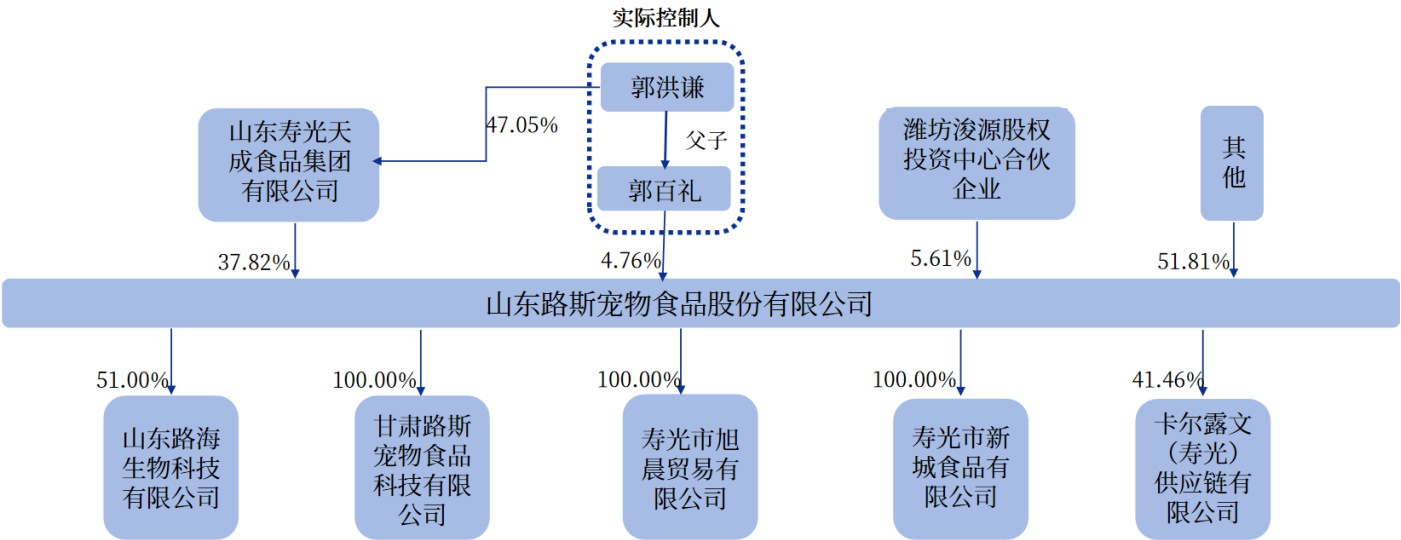


资料来源：公司官网，iFinD，中国银河证券研究院

公司股权结构集中，实际控制人系郭洪谦、郭百礼。山东寿光天成食品集团有限公司持股 37.82%，为公司最大控股股东，郭洪谦持有天成集团 47.05% 股份，为天成集团实际控制人。郭百礼系路斯股份董事长及郭洪谦之子，持股 4.76%，路斯股份的实际控制人为郭洪谦、郭百礼。

公司拥有山东路海生物科技有限公司（持股 51%）、甘肃路斯宠物食品科技有限公司（持股 100%）、寿光市旭晨贸易有限公司（持股 100%）、寿光市新城食品有限公司（100%）、卡尔露文（寿光）供应链有限公司（41.46%）等子公司。

图 2：公司股权穿透（截至 2025-03-10）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表 1：公司主要子公司情况

公司名称	主要业务	注册资本（万元）
山东路海生物科技有限公司	主营业务：肉骨粉生产、销售	1,000.00
甘肃路斯宠物食品科技有限公司	研发、生产、销售畜禽肉骨宠物饲料，货物进出口、技术进出口	3,000.00
寿光市旭晨贸易有限公司	销售动物饲料、宠物用品、生鲜肉制品、鲜活水产品、机电设备	50.00
寿光市新城食品有限公司	生产、销售：宠物饲料；制冷设备安装、维修；经营本企业自产产品及技术的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料及技术的进口业务	200.00
CAMBODIAN LUHENG PET FOOD CO, LTD	海外生产、销售动物饲料、宠物用品	7,131.12

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）产品品类覆盖齐全，质量获境内外多重认证

公司产品种类繁多，产品质量获境内外多重认证。公司主要从事宠物食品的研发、生产和销售，主要产品包括肉干产品、罐头产品、饼干产品、主粮产品、洁齿骨产品等大类，每个大类下包含丰富的细分品种。公司立足于国际市场并积极开发国内市场，建立和完善高标准的生产质量管理体系，从源头原辅材料到产品出厂，实现各环节检测、监控，有效保障了产品质量，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。

表 2：公司的主要产品

产品类型	产品名称	图片	产品描述	2023 年营业收入（百万元）
肉干产品	冻干生骨肉		由鲜鸡胸肉、鸡带骨肉冻干制成，富含动物蛋白，	432.74
	冻干鸽血		由鸽血、鸭血冻干制成，补充宠物所需铁元素	

	金枪鱼猫薄荷		由金枪鱼、三文鱼、鸡肉丝切片制成，富含牛磺酸	
罐头产品	猫用鱼肉罐头		猫咪主食罐头，简易便携	30.04
	犬用鸡肉罐头		大块鸡肉，狗狗主食，简易便携	
饼干产品	猫用小鱼饼干		鱼肉、小麦、薄荷烘焙制成，营养补充，清新口气	23.36
	狗狗胡萝卜燕麦饼干		由小麦粉、胡萝卜、燕麦制成，犬用零食，荤素搭配	
主粮产品	全价猫粮		猫咪主食，采用全价配方，包含猫咪所需的各种营养元素	66.45
	全价犬粮		狗狗主食，采用全价配方，包含狗狗所需的各种营养元素	
	猫条		稀释态猫咪主食，易舔舐，好消化	
洁牙骨产品	犬用磨牙棒		软弹有嚼劲，营养丰富，有助磨牙	4.43
宠物用品	猫砂		饲主为其饲养的猫咪用来掩埋粪便和尿液的物体	--
	猫草粒		帮助猫咪排出消化系统中的毛球，减少毛球堆积导致的不适	

资料来源：iFinD，路斯股份官网，京东路斯官方旗舰店，中国银河证券研究院

（三）境外 OEM 经营模式，境内线上线下协同销售

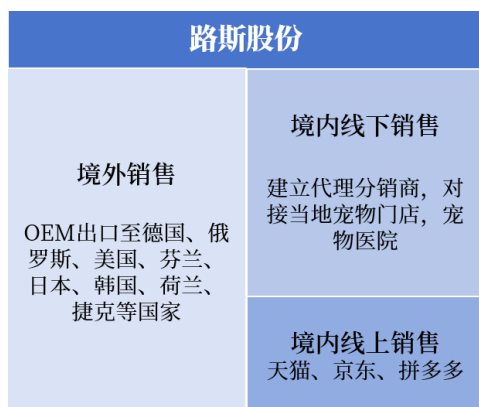
公司产品以出口为主，近年国内销售市场逐渐铺开。目前公司主要通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，并通过参加国内展会、投放广告、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式积极开拓国内市场。

在国外市场，公司产品出口以 OEM 为主，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。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：主要通过在天猫、京东、拼多多开设线上自营店，推广路斯品牌以及进行产品销售，并尝试向新媒体如抖音、快手、小红书等渠道倾斜资源。线下销售渠道：目前主要是通过在一、二线城市建立代理分销商的形式进行布局，并由分销商对接当地宠物门店、宠物医院等渠道，公司会要求分销商执行公司制定的控价体系，内销部门组建了专门的团队负责监督实施，主要包括大型商超、渠道商、宠物店等。

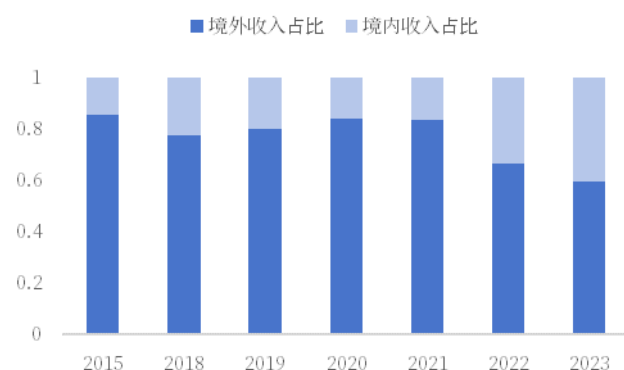
近年来，公司立足于国际市场并积极开发国内市场，从消费者现有需求出发进行延伸寻找市场机会。从2015年至2021年，公司境外营业收入与境内营业收入占比相对稳定，境内收入占比接近20%，而到2022年，境内收入占比超过30%，2023年，境内收入占比超过40%，国内消费者对公司产品的接受度逐步提高。

图 3：路斯股份销售模式



资料来源：路斯股份招股说明书，中国银河证券研究院

图 4：路斯股份境内境外收入占比



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司采用“以销定产”为主的模式来组织生产。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。公司采购业务由采购部负责，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，再有采购部采购，设备与配件及其他物资等特定资产由采购部根据公司具体要求进行专项采购。

公司主要原材料为鸡肉、鸭肉、牛肉、淀粉、蔬菜等农副产品。原材料市场供应一般较为充裕，公司从产品质量、交货期、价格、地理位置等多方面对供应商进行综合评价，以此选定合格的供应商，从而保证原材料的采购成本和质量。为严格把控原材料品质，肉类原料需由供应商提供检疫合格证，原材料入库前需由公司质检部进行质量抽检，品质合格方可安排入库。

表 3：2023 年公司前 5 大客户情况

序号	客户	年度销售额（元）
1	德国福润斯	78,299,004.40
2	俄罗斯丹尼斯公司	76,147,696.36
3	德国飞达公司	49,467,035.49
4	佛山市雷米高动物营养保健科技有限公司	34,316,329.74
5	安徽安宠宠物用品有限公司	26,760,891.62

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表 4：2023 年公司前 5 大供应商情况

序号	供应商	年度采购额（元）
1	超和食品	31,406,973.68
2	新盛食品	18,421,489.53
3	山东千恒食品有限公司	16,395,213.36
4	山东天成鑫利农业发展有限公司	13,893,884.92
5	安丘市巨峰油脂有限公司	11,827,501.40

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

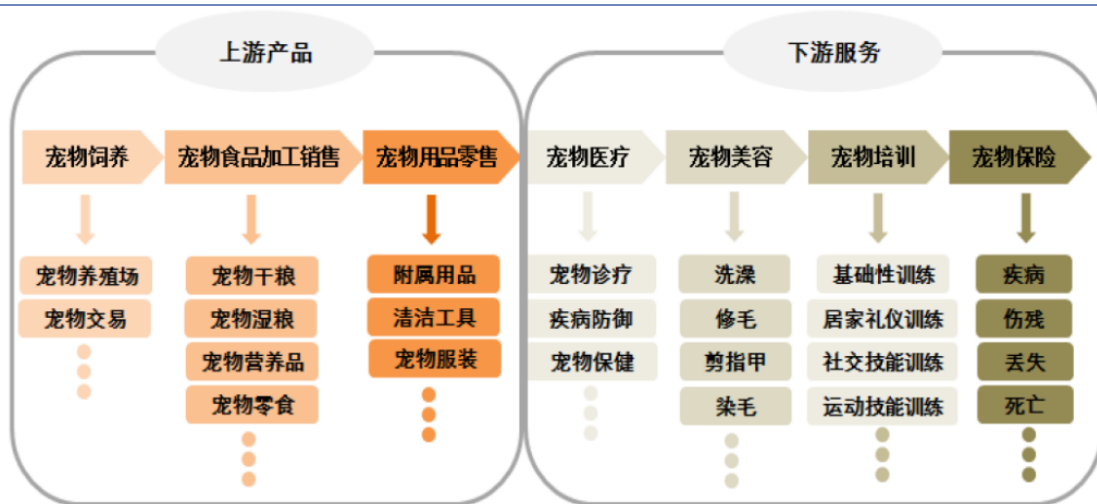
二、宠物食品市场规模巨大，公司具备竞争潜力

（一）宠物产业境外成熟稳定，境内迅速发展

宠物一般是指家庭饲养的、作为伴侣动物的犬和猫等，其中，宠物狗和宠物猫无论是在家庭拥有率、规模还是消费者偏好方面都占据着绝大部分市场。由于宠物能够缓解人类压力，改善人类健康，愈发得到人类的广泛喜好。

随着人类生活水平的提高，在宠物数量不断增加的同时，其生存质量也不断提高。人类为自己的宠物购买食品、服装、附属用品，接受医疗、美容、驯养等服务，由此形成了蓬勃发展的宠物产业。宠物产业是指所有与宠物相关的行业，宠物产业链包括宠物饲养、宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物美容、宠物培训、宠物保险以及宠物善终等。

图 5：宠物行业产业链



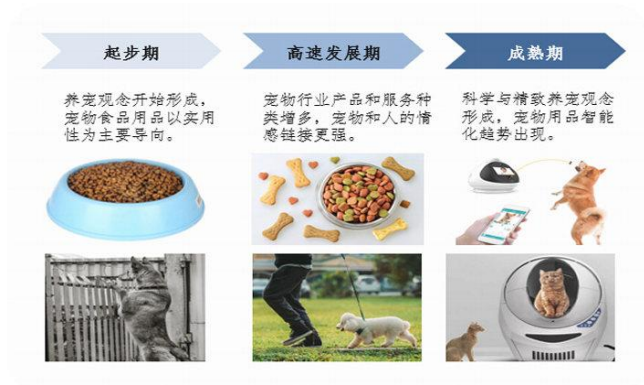
资料来源：路斯股份招股说明书，中国银河证券研究院

宠物产业在境外发展历史悠久，在境内迅速起步。宠物产业在发达国家已有 100 多年的历史，形成了宠物饲养、宠物食品、宠物用品、宠物训练、宠物医疗等产品与服务组成的产业体系，整个产业在管理上法规严谨、责任明确，政府和宠物组织相互配合，产业运行系统化、规范化，已成为国民经济的重要组成部分。目前，国际宠物市场已经逐步成熟，养宠物已经成为社会发达的一种标志。

而中国现代意义上的宠物行业始于 20 世纪 90 年代。1992 年，中国小动物保护协会成立，向整个社会宣导了保护动物、爱护动物、动物是人类的朋友等象征社会文明的理念。在重新为宠物定义的同时，将养宠物的生活方式提高到一个以教育文化为基础的概念之上，让大家对“宠物”形成了初步的认知。小动物保护协会的成立标志着国内宠物行业的形成。随后玛氏、皇家等国外宠物行业巨头纷纷进入中国。

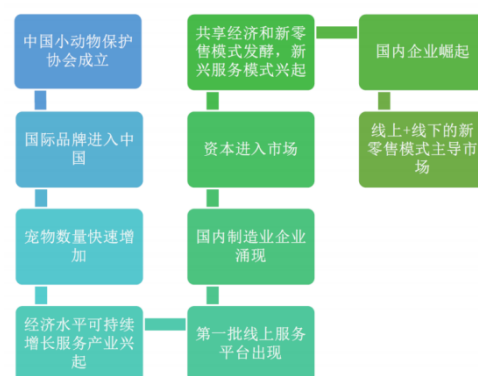
进入 21 世纪，中国宠物数量快速增长，同时，宠物角色开始转变，宠物在家庭中从“看家护院”的功能性角色向“孩子、亲人”的情感性角色转变。国内开始出现宠物产品生产制造的规模化工厂，一些国内知名企业开始涌现；伴随互联网大潮，第一批线上宠物服务平台出现。2010 年以后，中国宠物行业进入快速发展期，行业的增长不仅仅源于宠物数量的持续高速增长，更有消费升级的带动。随着人均可支配收入增加，老龄化社会孤独感上升，人们对宠物的支出迅速增加。除宠物平台外，共享经济和云养宠等新型服务模式也在宠物市场展开，线上经济蓬勃发展为行业发展提供了巨大的便利。

图 6：发达国家宠物行业发展历程图



资料来源：路斯股份招股说明书，中国银河证券研究院

图 7：中国宠物行业发展历程图



资料来源：路斯股份招股说明书，中国银河证券研究院

宠物食品则是专门为宠物提供的食品，不同于人类食品 and 传统畜禽饲料，其作用主要是为各种宠物提供最基础的生命保证、生长发育和健康所需的营养物质，具有营养全面、消化吸收率高、配方科学、饲喂方便以及可预防某些疾病等优点。按照功能来划分，宠物食品主要可分为：宠物主粮、宠物零食和宠物保健品等。

表 5：宠物食品分类

宠物食品分类	项目概况
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
宠物零食	包括肉干、肉条、咬胶、洁牙骨等，宠物零食主要是宠物休闲的时候主人用来吸引宠物注意力或者是调节宠物口味的食物，主要是帮助主人加深与宠物之间的感情，增强与宠物之间的互动
宠物保健品	根据宠物的生理状况等制作的营养调理品，摄入适当的营养成分有利于宠物的健康发育和成长

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

最初的宠物食品狗粮于 1860 年左右在英国诞生；20 世纪 30 年代，罐头猫粮与干的肉制狗粮被引入市场；20 世纪 50 年代，干制膨化型宠物食品快速发展；20 世纪 60 年代开始宠物食品种类不断增加，宠物食品市场以经营多样化显著特征。近年来，宠物食品的产品类型越来越多，不仅包括解决宠物温饱的主粮，越来越多的供给宠物休闲、增加营养的零食产品被生产出来。从市场发展角度来看，宠物主粮出现时间较长，市场接受度较高，而宠物零食市场近些年开始繁荣，消费者接受度逐步提高，宠物零食市场正逐渐发展成为较大规模的独立市场，相对宠物主粮市场，宠物零食市场集中度较低，市场进入空间更大。

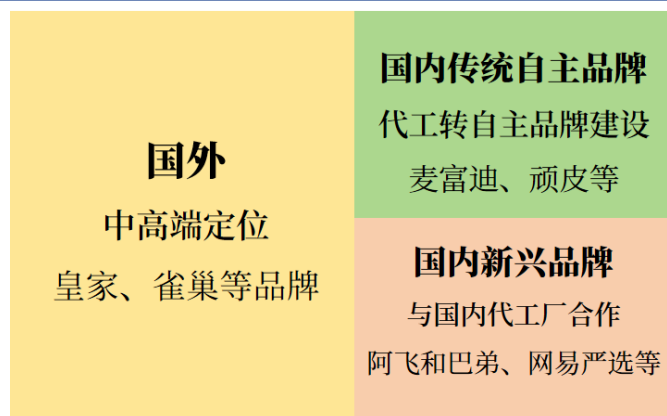
中国宠物食品行业兴起于 20 世纪 90 年代，1993 年玛氏公司旗下著名狗粮品牌“宝路”和猫粮品牌“伟嘉”进入中国，开启了中国专业宠物食品市场。在中国，宠物食品还没有被大多数人所接受，城市居民养的猫和狗中不到 5%是喂食经加工的宠物食品。虽然现在中国宠物食品市场规模仍较小，但增长潜力巨大。目前大中城市的宠物主人为宠物消费的意识变强，其中消费量最大的是猫粮、狗粮，仅次于猫粮、狗粮的是宠物零食，宠物营养保健品也正在快速被大多数的宠物主人所接受和认同。

近年来，随着中国经济的发展，居民饲养宠物数量快速增长，宠物食品需求大幅增加，宠物食品行业也成为中国消费市场增长较快的行业之一。在宠物食品赛道上，主要可分为三类竞争者：

（1）皇家、雀巢等国外中高端品牌：先发优势较强，品牌国内市场占有率和品牌认可度均处于第一梯队；（2）麦富迪、顽皮等国内传统自主品牌：早期以代工为主，后转向自主品牌建设，近年来发

展迅速；（3）阿飞和巴弟、网易严选等国内新兴品牌：市场曝光度较高，善于宣传打造产品 IP 形象；初期与国内代工厂商合作生产，正向自建工厂生产转变。

图 8：宠物食品赛道三类主要竞争者



资料来源：中国银河证券研究院

图 9：国内宠物食品生产主要公司



资料来源：宠物行业发展指数报告（2023），中国银河证券研究院

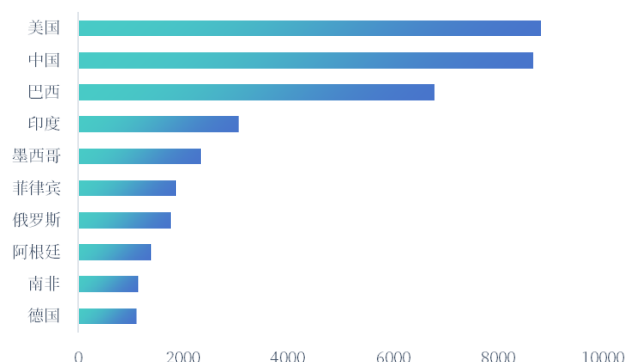
（二）“它经济”热潮持续，宠物食品市场规模巨大

如今宠物正在被越来越多渴望亲近自然的家庭和个人喜爱，成为人类的一种精神寄托。在对宠物的喜爱中，人们不惜为自己的萌宠购置各类或可爱或实用的宠物物品，形成了对宠物产业的“它经济”。

宠物数量、家庭渗透率与其经济发展水平总体呈正相关关系。据中国农业大学动物医学院研究指出，当一个国家的人均 GDP 达到 3000-8000 美元时，宠物产业会快速发展。美国、日本以及欧洲的发达国家经济发展水平较高，宠物数量呈稳步增长趋势，宠物家庭渗透率较高。中国、南非等新兴市场国家，近年来经济发展水平持续提升，宠物数量大幅增长，但宠物家庭渗透率相对较低，未来市场发展空间较大。

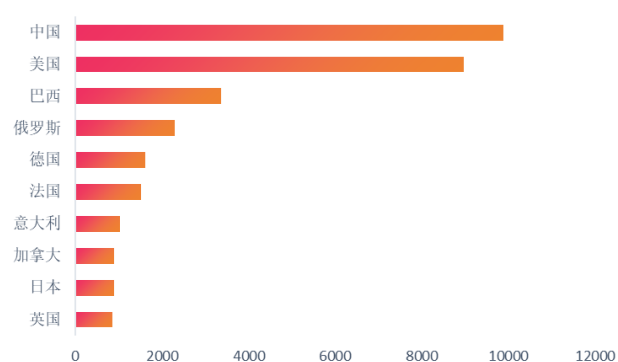
据 2023 年宠物行业发展指数报告统计，2022 年，全球宠物猫数量全球排名前十的国家为：美国、中国、巴西、印度、墨西哥、菲律宾、俄罗斯、阿根廷、南非、德国；宠物犬数量全球排名前十的国家为：中国、美国、巴西、俄罗斯、德国、法国、意大利、加拿大、日本、英国。全球排名前十的国家占全球宠物猫犬总量的 70%。我们还可以看到，中国的宠物猫、宠物犬数量已经达到领先地位，但考虑到我国庞大的人口基数和稳定的经济环境，宠物猫、宠物犬的数量仍然有大幅上涨空间。

图 10：2022 年全球宠物犬数量排名前十国家（单位：万只）



资料来源：宠物行业发展指数报告（2023），中国银河证券研究院

图 11：2022 年全球宠物猫数量排名前十国家（单位：万只）

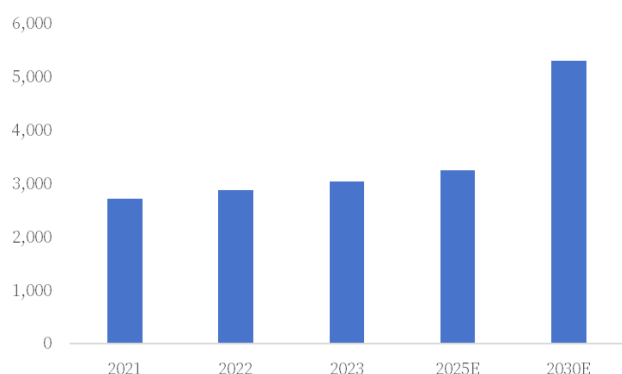


资料来源：宠物行业发展指数报告（2023），中国银河证券研究院

公司在未来海外业务需求稳定，国内业务发展大有潜力。据前瞻产业研究院信息，2021-2023 年，随着全球养宠人数的增多，全球宠物市场规模呈现稳步上升趋势，2021-2023 年全球宠物市场

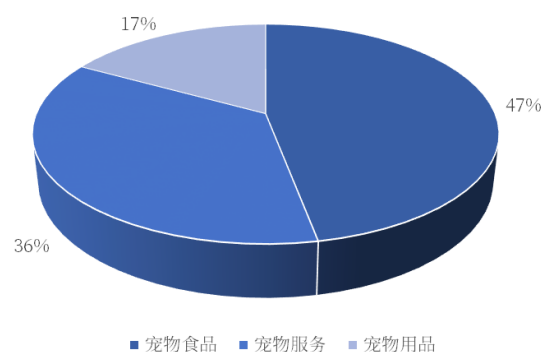
分别达约 2,715、2,879、3,044 亿美元，并预测将于 2025 年达约 3,250 亿美元，2030 年达约 5,300 亿美元。在宠物行业各细分市场中，宠物食品占据主要地位，2023 年，宠物食品全球市场规模约 1,411 亿美元，占宠物行业比重约 47%，其次为宠物服务市场，市占份额约 36%。

图 12：全球宠物市场规模现状及预测（单位：亿美元）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 13：2023 年宠物行业各细分行业市场份额

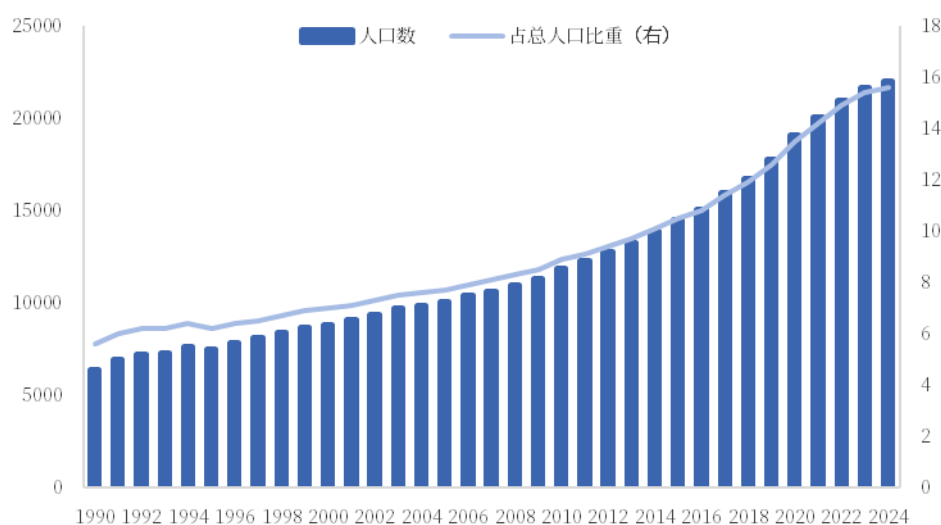


资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

我国的宠物产业虽然起步较晚，但发展迅速，消费市场规模近十年来年复合增长率达到 30.88%。受宏观经济下行影响，近年增速有所放缓，但整体仍保持较快增长。国内宠物产业发展的主要特点有：一是宠物行业受到资金追捧，近年资金密集涌入行业，融资品牌涵盖宠物用品、宠物食品、宠物医院、社区服务等所有子行业；二是宠物用品需求刚性，受经济波动影响小；三是短期疫情影响宠物服务线下消费，加快行业规范升级步伐。

我国宠物行业的未来两大增长点分别是年轻人群体和老年人群体对宠物陪伴需求的增加。由于快节奏的工作和生活间接影响着年轻人的生活方式和情感需求，年轻人群体往往更倾向于将情感寄托于宠物，视宠物为家庭的重要成员，因此也推动了宠物市场的快速发展和消费升级。而“银发经济”则是指许多老人由于子女不在身边，晚年生活比较孤独，养宠物可提高生活的幸福感。自 1990 年以来，我国 65 岁以上老人数逐年增加，占总人口数比重也逐年上升，在 2024 年，我国 65 岁以上老年人口数为 2.2 亿人，占总人口比例近 16%。

图 14：1990-2024 年我国 65 岁以上人口数及比重（单位：万人/%）

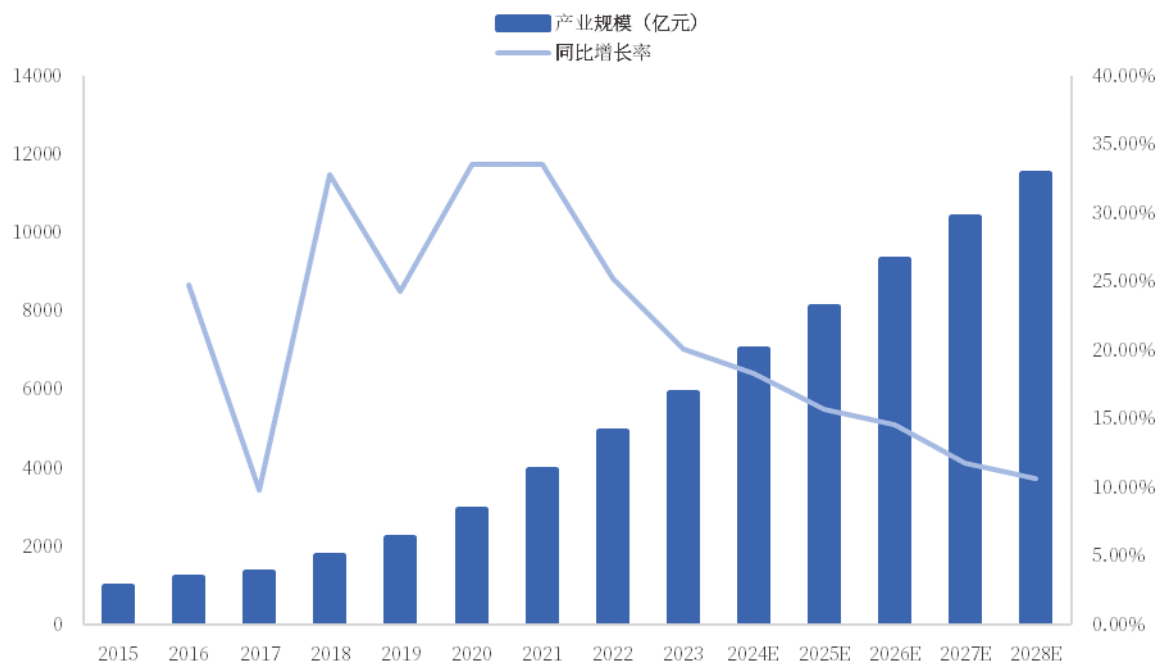


资料来源：国家统计局，国家民政部，中国银河证券研究院

据 iiMedia Research（艾媒咨询）数据显示，2023 年中国宠物经济产业规模达 5928 亿元，同比增长 20.1%；2028 年市场规模有望达到 11,500 亿元。随着人们对宠物角色的认知从情感寄托

逐渐转变为家庭成员，他们在宠物身上的消费也在不断增加。这种趋势推动了宠物食品、用品、医疗、娱乐等各方面的消费增长，中国宠物经济产业将迎来广阔的增长空间。

图 15：2015-2028 年中国宠物经济产业规模及预测



资料来源：iiMedia Research（艾媒咨询），中国银河证券研究院

（三）多方位确立优势，进军国内宠物食品蓝海市场

路斯股份主要聚焦宠物食品行业，其起步虽然相对中宠股份、佩蒂股份较晚，但凭借公司在原材料供应链上的优势、在主粮产品项目上的布局以及积极的研发投入，取得了一定的竞争优势，尤其是近年来随着尚为蓝海市场的国内宠物食品行业的规模逐渐扩大，公司也抓住机遇，积极布局国内市场，进一步扩大市场需求。

1. 背靠天成食品集团，原材料供给充足

在宠物食品行业中，谷物等粮食作物是宠物主粮的主要原材料，宠物零食的生产原料一般以肉类为主，主要包括鸡肉、鸭肉等，因此农副产品行业为宠物食品行业上游行业。受制于我国宠物食品行业规模较小，行业内企业的原料采购规模远小于上游行业的生产规模，从整体上看，本行业在采购原材料方面的议价能力较差，属于价格被动接受者。

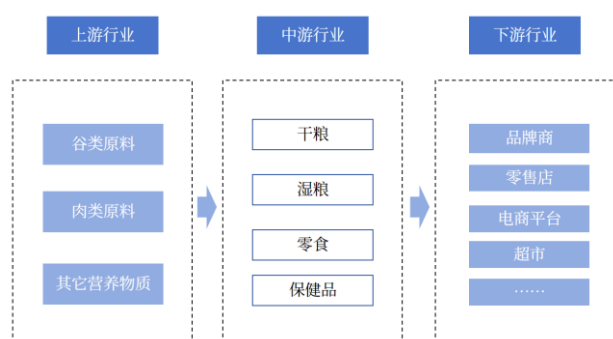
对于路斯股份而言，其背靠山东天成食品集团（郭洪谦主要控股），在原材料采购和价格谈判上具有明显优势。天成集团系农业产业化国家重点龙头企业，创建于 1980 年，历经 40 多年的创新发展，现已成为以樱桃谷肉鸭和宠物食品加工产业为主的多元化农牧企业集团。目前，在山东、甘肃、柬埔寨均建生产基地，拥有 23 个子（分）公司。

天成集团的肉鸭产业涵盖了种鸭饲养、雏鸭孵化、商品鸭标准化养殖、饲料加工、生物制药、肉鸭宰杀加工及其制品销售，现拥有“天成鑫利”、“海克莱”、“康润元”三个知名肉鸭分割产品品牌及其盒装、袋装不同规格的鸭血制品。山东天成鑫利农业发展有限公司下设三个加工厂、占地面积约 280 亩、六条生产线、日加工量 35 万只、年屠宰商品鸭 9000 多万只，年产冻鸭产品 24 万吨，年产值 25 亿元。寿光市天成种禽有限公司拥有八个种鸭养殖场和两个孵化厂，总占地面积达 1600 多亩，所产商品雏鸭全部供应天成鑫利商品鸭饲养基地及签约专业养殖户，已形成种鸭养殖、雏鸭孵化的规模效应。寿光天成饲料有限公司占地 82 亩，拥有 3 条加工线，年产能可达 30 万吨，大部供应于自身产业链。

据招股说明书显示，天成鑫利农业发展有限公司为路斯股份 2020 年度、2021 年度的第二大供应商，据表 4 显示，其在 2023 年度为路斯股份的第四大供应商。通常来讲，在宠物食品行业中，原材料一般会占据营业成本的 60-70%，对于路斯股份，报告期内，公司直接材料主要由鸡肉、鸭肉等禽肉组成，在主营业务成本中占比分别为 69.71%、71.03%、70.13%和 71.80%。相对来说，路斯股份在鸭肉等原材料的采购上具备议价优势。

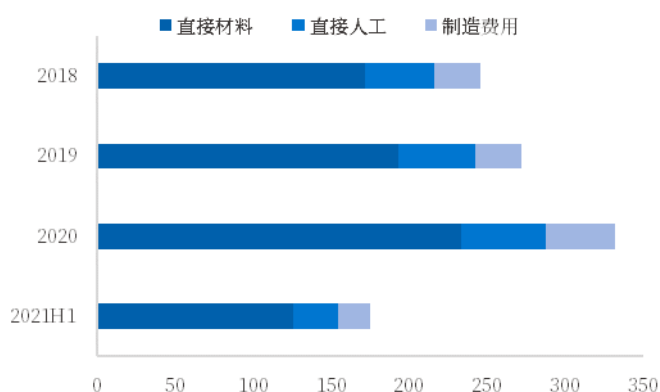
宠物食品行业的下游行业则是各宠物用品品牌商、宠物用品零售店、超市和终端消费者。对于国外市场，由于进入壁垒较高，国内宠物食品生产企业一般以贴牌生产方式将产品销售给品牌商，双方经营实力相差悬殊，我国宠物食品出口商在市场上处于不利的地位。但鉴于双方长期合作关系、合格供应商考核成本、产品质量稳定性等因素的存在，少量规模较大、产品质量较高的宠物食品生产企业具有一定的议价能力。对于国内市场，由于行业内企业数量众多，市场集中度不高，企业可以选择有利于自己的市场渠道与定价策略，因此相比国外市场，国内宠物食品生产厂商的议价能力较高。

图 16：宠物食品行业上下游



资料来源：中国银河证券研究院

图 17：路斯股份营业成本构成（单位：百万元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

2.布局宠物主粮产品，逐步释放产能限制

公司第一家工厂位于蔬菜之乡山东寿光，占地 380 亩，是母公司所在的位置。2023 年每年的产能情况大致为 5,500 吨肉干产品、2,500 吨罐头产品、1,000 吨饼干产品、400 吨洁牙骨产品、2 万吨肉粉产品。第二家工厂位于甘肃古浪，当地的人工、土地、用电成本比较低，该厂区用于生产用工较多的肉干产品，目前产能大致为 2,500 吨。第三家工厂位于山东海阳，作为另外两家工厂的配套工厂，能够保证市场需求量较大时产品的生产和交付，目前产能大致为 450 吨肉干产品。

发行上市后，该募投项目于 2023 年年底顺利达到可预期使用状态，公司具备了 1.8 万吨狗粮和 1.2 万吨猫粮的生产能力，并推出了主粮新产品。据公司 2023 年年报显示，主粮产品国内收入同比增加 3,717.50 万元，同比增长 232.56%，实现境外销售收入 1,328.70 万元，逐渐得到境外客户认可，主粮产品已然成为公司发展新的增长动力，公司也力争成为零食主粮全品系供应的宠物食品品牌商。

此外，受美国对我国宠物食品加征关税影响，公司积极建设面向美国客户的柬埔寨工厂，目前柬埔寨一期年产 3,000 吨零食项目已进入正式生产阶段，预计未来会逐步释放产能。二期年产 7,500 吨零食项目的辐照车间已建设完成，目前正在同步开展生产车间、研发中心及其他附属设施的建设。未来公司将通过建设全球化原料供应体系、加强产品品质管控及员工培训教育等重点工作提高订单交付能力，力争稳扎稳打地进入到越来越多的美国客户的供应商体系，进而保障海外零食产能的顺利释放。

表 6：公司产能变化情况及预测（单位：吨）

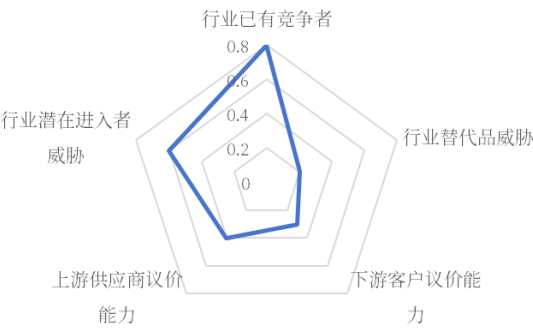
年份		2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025-2026
发行上市前						发行上市后			
产 品 类 型	肉干产品	6,000.00	6,000.00	8,000.00	公司主 粮项目 推进顺 利，主粮 车间主 体工程 已基本 建设完 成	8,450.00		柬埔寨一期年产 3,000 吨零食项目已 进入正式生产阶段， 二期零食项目的辐照 车间已建设完成，正 在同步开展生产车 间、研发中心及其他 附属设施的建设	预计柬埔寨二期项目 完工，具备 7,500 吨 宠物零食产能
	饼干产品	1,000.00	1,000.00	1,000.00		一期年产 1.2 万吨主 粮生产线 于 2022 年 6 月投入使 用，产能释 放顺利	1,000.00		
	罐头产品	1,500.00	2,000.00	2,500.00			2,500.00		
	洁牙骨产品	400.00	400.00	400.00			400.00		
	主粮食品	-	-	-			主粮二期项目 2023 年年底顺利 达到可预期使用 状态,公司具备了 1.8 万吨犬粮和 1.2 万吨猫粮的 生产能力		

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

3.国内宠物食品行业集中度较低，相对蓝海

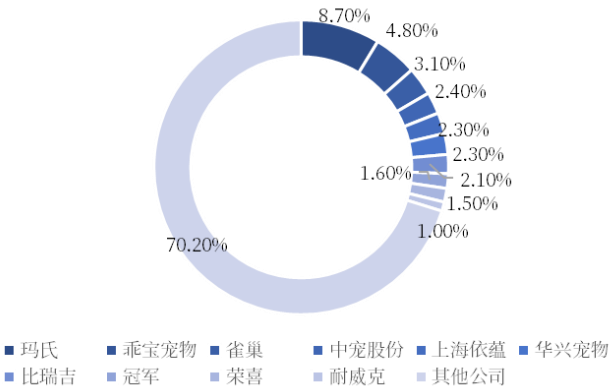
目前，相对于欧美市场，我国宠物食品市场行业集中度较低，格局体现为外资主导。在我国宠物食品行业发展初期，海外成熟品牌率先进入国内市场，凭借品牌优势在国内市场占据有利地位，随着国产品牌的发力，国产品牌的影响力在逐步扩散。数据显示 2013 年玛氏和雀巢凭借旗下品牌矩阵占据国内宠物（犬猫）食品市场 25.5%的份额，国产品牌占前十公司仅 36%；而 2022 年宠物（犬猫）食品销售额前十公司内中国企业份额提升至 16.4%，占前十公司的 55%，且乖宝宠物以 4.8%的份额占比超越雀巢跻身行业第二。

图 18：中国宠物行业竞争状态总结



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

图 19：2022 年中国宠物食品企业销售额占比情况



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

路斯股份主要国内竞争对手包括乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份、天元宠物、源飞宠物等公司。受制于资金、产能等因素，路斯股份业务规模与同行业竞争对手中的上市公司和全球领先企业相比具备一定差距。但由于公司所处的宠物食品行业市场空间较大，行业内企业数量多，各细分行业发展趋势、竞争格局等有所不同，公司在激烈的市场竞争中不断进行技术创新和业务拓展，迎合市场趋势开展生产研发，得到了下游客户的认可，与国内外知名企业客户保持了长期稳定的合作关系，从而保持了稳定的业务规模和一定的行业地位。公司 2024 年前三季度的研发费用率为 3.20%，高于同时期各竞争对手的研发费用率。

表 7：公司及主要竞争对手经营情况（截至 2025-03-10）

序号	代码	公司简称	市值↓ (亿元)	PE (TTM)	24Q1-Q3 营业收入 (万元)	24Q1-Q3 归母净利润 (万元)	24Q1-Q3 研发费用率 (%)	自有品牌
1	301498.SZ	乖宝宠物	374.44	64.02	367,147.49	47,042.08	1.59	麦富迪
2	002891.SZ	中宠股份	116.79	34.51	318,864.32	28,195.96	1.48	顽皮、真致、领先
3	300673.SZ	佩蒂股份	41.45	23.98	132,286.51	15,479.44	1.61	爵宴、好适嘉、齿能
4	301335.SZ	天元宠物	34.28	43.38	203,477.95	5,447.49	1.09	--
5	001222.SZ	源飞宠物	29.51	20.85	93,079.11	11,973.96	1.61	--
6	832419.BJ	路斯股份	17.72	23.25	57,482.64	5,928.40	3.20	路斯、畅益舒

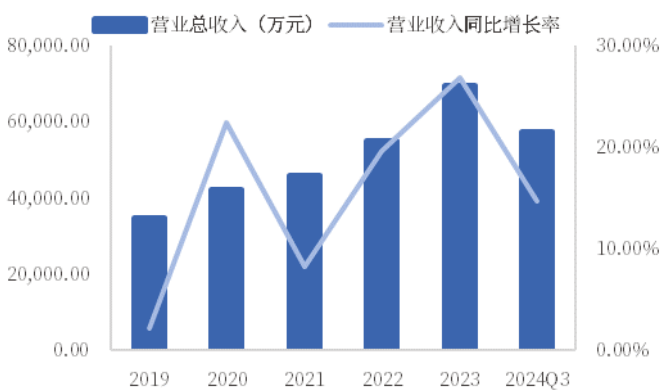
资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

三、研发持续投入，业务稳定向好

（一）业绩持续上升，盈利能力保持良好

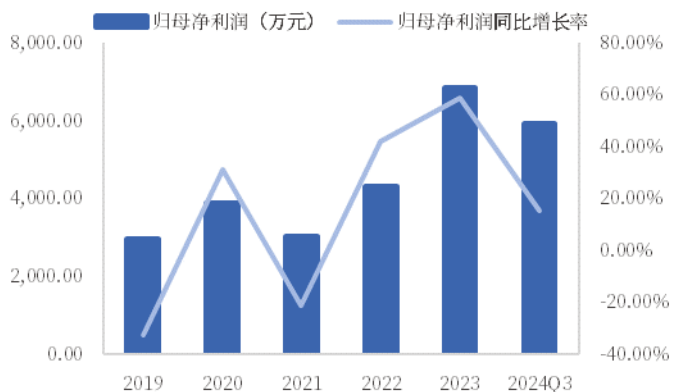
公司经营稳健向好，营收收入、归母净利逐年上升。近年来，公司积极扩展国内外客户，研发新品，境内外收入增长态势良好，近 5 年，营收/归母净利的复合增长率分别为 14.99%/18.24%。2024 年前三季度，公司实现营收/归母净利润分别为 5.74/0.59 亿元，分别同比+14.75%/+15.14%，主要系肉干产品的出口收入明显增长。

图 20：公司收入规模及增速变化



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 21：公司归母净利润及增速变化

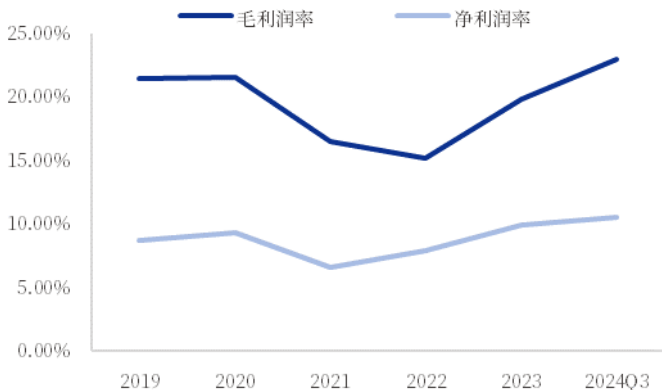


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

提升核心竞争力，公司毛利率、净利率稳中有升。公司积极研发新产品，拓展市场，毛利率与净利率总体上呈上升趋势。2024 年前三季度，公司的整体毛利率/净利率分别为 22.95%/10.52%，较去年同期分别提升 3.53pct/0.03pct。

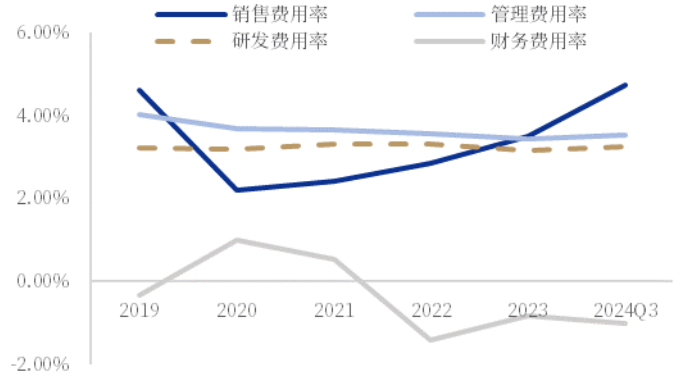
总体费用率平稳，销售、管理、研发费用占比较高。公司对费用管理能力较强，近 5 年总体费用率稳定于 3.5% 左右，2023 年，公司的总体费用率为 9.24%，其中销售费用率/管理费用率分别为 3.49%/3.44%，占比较大。公司的研发费用呈快速上涨的趋势，2023 年，公司研发费用为 0.22 亿元，同比提升 20.79%。

图 22：近 5 年公司毛利率及净利率



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图 23：近 5 年公司费用率

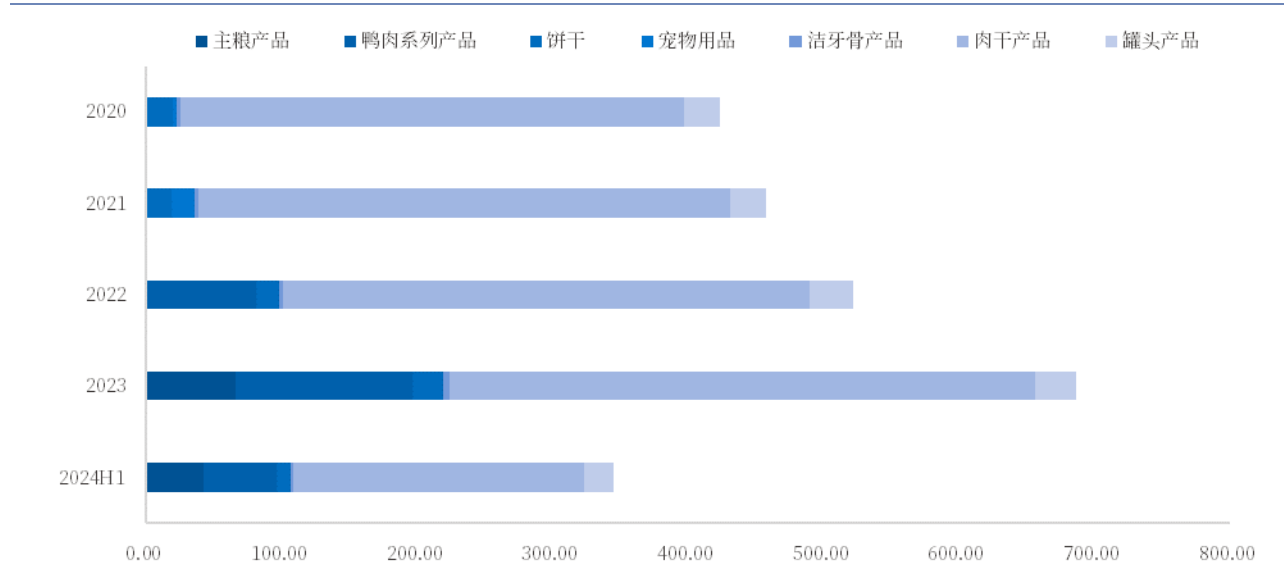


资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

境内外订单增加，新产品大量销售，公司各产品营收均增长。公司主营业务收入主要来自肉干产品、主粮食品、罐头产品、饼干、鸭肉系列产品和洁牙骨产品。其中肉干产品的营收占比不断提

升，主要系市场开发力度增大，肉干产品的出口需求增加，公司产能进一步提升。2023 年，公司的肉干产品/主粮产品/罐头食品/饼干/鸭肉系列产品/洁牙骨产品分别实现营业收入 4.32/0.66/0.30/0.23/1.30/0.04 亿元，营收占比为 62.04%/9.48%/4.31%/3.30%/18.67%/0.57%，2023 年各个产品的毛利率均保持上涨趋势，其中肉干产品的毛利率较去年同期提升 5.44pct。

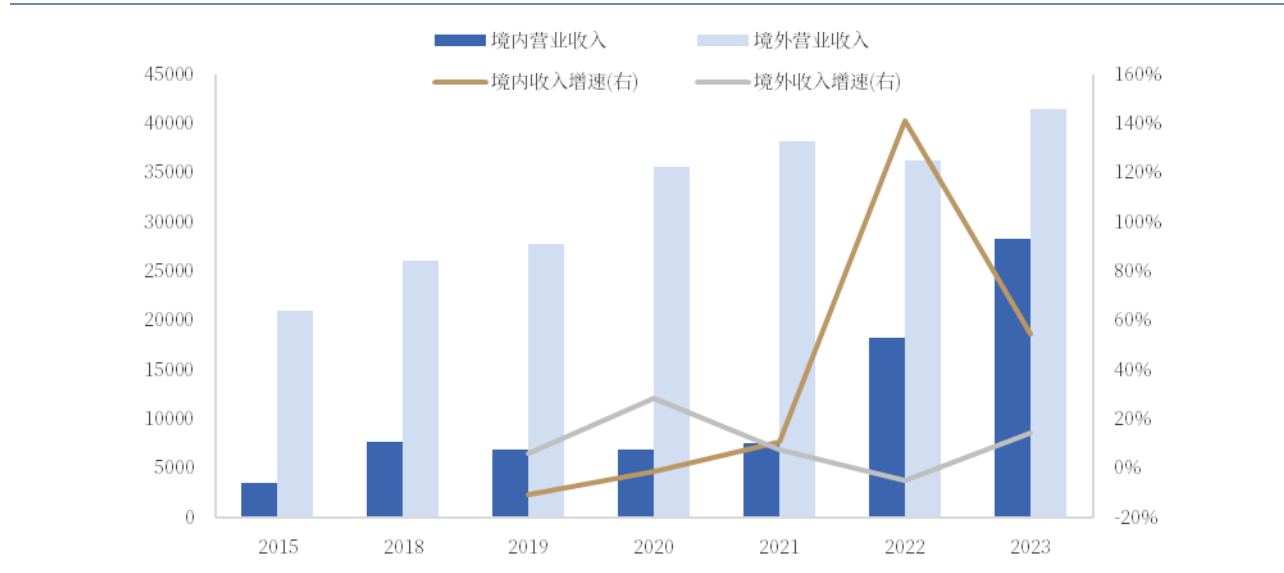
图 24：2020-2024H1 公司主要产品和服务营业收入（单位：百万元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

境内业务高速发展，境外业务稳定增长。公司加大对国内线上及线下客户的开拓，使得国内业务保持高速增长，2023，公司境内业务实现营收 2.82 亿元，同比+54.59%，营收占比为 40.50%。同期公司境外业务收入为 4.14 亿元，同比+14.22%。

图 25：2019-2023 年公司境内外业务的营收及增速（单位：万元）



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

公司注重投资者回报，积极进行分红。公司 2021-2023 年累计分红达 1,759.03 万元，其中 2023 年度分红为 723.42 万元，这表现出公司在努力实现企业规模快速成长、企业经济效益稳步增长的同时，公司根据盈利状况和生产经营发展需要，合理进行利润分配来回报投资者。

表 8：公司过去三年分红情况

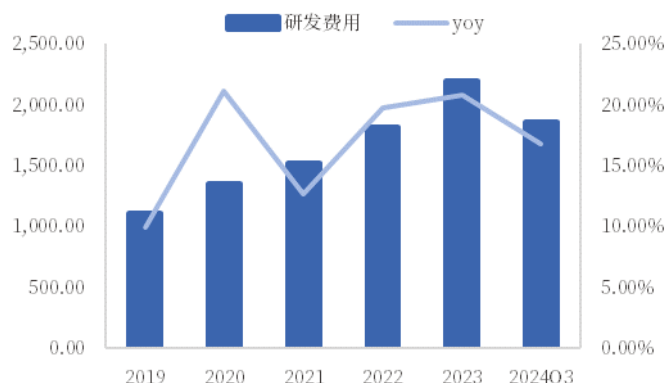
年度	现金分红总额 (万元)	股利支付率	每股股利(元)	股息率
2021	518.38	17.06%	0.05	0.54%
2022	517.23	11.99%	0.05	0.85%
2023	723.42	10.58%	0.07	0.61%

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

（二）研发实力强劲，募投项目已达到使用状态

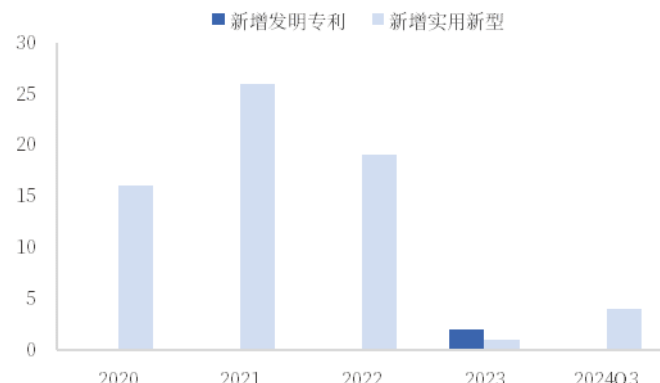
公司坚持创新驱动，持续投入研发。公司持续加大研发投入，不断进行产品的开发创新。2024 年前三季度，公司的研发费用为 2,196.70 万元，同比+20.79%。同时公司研发成果显著，截至 2024 年 6 月 30 日，公司共取得 100 项专利技术（其中发明专利 4 项，实用新型专利 96 项），强劲的研发实力保证了公司产品的竞争优势。

图 26：2019-2024Q3 公司研发费用（万元）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

图 27：近 5 年公司专利情况（个）



资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

募投项目“年产 3 万吨宠物主粮项目”：公司募投项目“年产 3 万吨宠物主粮项目”全部建成并达到预定使用状态。该项目分两期建设，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。主粮产品目前是宠物食品中规模最大的分支，公司预计募投主粮项目将成为公司非常重要的新的收入来源，公司也将借助主粮产品积极向品牌化转型。

表 9：公司主要募投项目情况

项目名称	总投资额（万元）	项目概况
年产 3 万吨宠物主粮项目	7,960.20	通过对新建厂房进行改造及配套工程建设，构建现代化的主粮生产车间，购置生产所需的先进的自动化、智能化设备，同时利用先进的研发设备、生产设备、检测设备提升公司相关产品智能生产及质量检测能力，提升产品的品质，增强公司产品的市场竞争能力。 项目建设达产后，犬粮系列产品产能将达到 1.80 万吨/年，猫粮系列产品产能将达到 1.20 万吨/年。 项目于 2023 年 12 月已达到使用状态

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

表 10：公司主要研发项目情况

研发项目名称	项目目的	所处阶段	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
一种低温预处理高鲜肉粮的开发	通过系统化对配方、生产工艺、设备等影响因素进行研究，开发系列高鲜肉膨化粮。	量产	针对鲜肉产品的特性，探究不同挤压力、加热温度等对鲜肉中蛋白质及氨基酸的影响程度，分析确认鲜肉低温预处理的关键影响参数；改变传统膨化粮的加工工艺，降低淀粉含量，提高鲜肉添加量，还原动物食肉的饮食习性。	整合现有的生产工艺及设备，丰富产品多样性。
功能性冻干产品的开发	开发针对宠物口腔、关节、肠胃等问题的功能性冻干产品。	量产	通过不同产品的研发，改善宠物口腔、关节、肠胃、免疫力、泌尿、毛发等问题。	充分利用冻干生产线，增加冻干产品附加值，丰富冻干类产品。
一种宠物犬猫用食品及其冻干压片生产工艺	开发一款具有促肠道吸收功能的宠物犬猫冻干压片产品	量产	通过冻干鲜肉粉原料与其他成分结合，确认冻干鲜肉粉的流动性的最佳配比；通过控制片剂类压实率，添加益生菌改善肠道消化不良，增加适口性。	丰富公司产品品类，在改善肠道消化不良系列产品方面取得进展。
冻干生骨肉工艺研究及产品开发	开发一款接近犬猫自然营养比例的产品	在研	通过模拟犬猫自然状态下摄取的食物来源比例制作宠物粮，利用冻干工艺最大限度保留营养物质。	丰富公司宠物主粮的品类，增强市场竞争力。
宠物犬猫冻干压片的研究开发	开发一款适口性好的宠物复合维生素营养补充剂	量产	通过包被技术遮蔽维生素的不良气味，提高宠物的采食率，通过压片技术制作成片剂达到精准饲喂的目的，以冻干鸡肉为载体提高适口性。	丰富产品多样性，为客户提供更多的选择，增强市场竞争力。
功能性发泡洁齿棒的研究	开发一款更易消化、气泡更密集、洁齿效果更好的蜂窝状的洁齿棒产品	量产	在现有发泡产品物料上添加功能性和保健性因子，改进现有发泡产品工艺流程，二次成熟从而提高消化率，产生蜂窝状的密集气泡，达到更好的洁齿效果。	优化现有产品的工艺，提高洁齿产品的功能性，开发出差异化的产品
牛初乳功能性宠物零食的研究开发	开发一款添加牛初乳的功能性零食，改善和提高宠物免疫力	量产	通过添加牛初乳，改善宠物肠胃功能，提高宠物免疫力。	改良现有配方，开发出具有一定功能性的宠物零食。
乳化鱼油猫条的研究	开发一款用于猫咪美毛的湿粮产品，解决鱼油适口性不好的问题。	在研	通过乳化方式将鱼油与猫条结合，提高鱼油适口性，同时可以满足猫咪每日对 Q-3 的摄取量。	丰富湿粮产品的品类，开发具有一定功能性和营养性的猫条产品。
乳酸菌发酵粮食的研究	开发一款易消化的、营养成分利用率高的乳酸菌发酵粮食	试产	综合利用多种菌株独特优势，通过发酵达到易消化吸收、抑制肠道内有害微生物生长的目的。	改良产品配方，优化生产工艺，丰富产品品类。
鲜切肉片系列产品的工艺设计及研究	开发一系列天然状态的高肉含量、自然、高端的产品	量产	针对不同种类的肉块，设计合适的生产工艺，保证原料肉天然状态与营养的同时，可以批量化生产。	丰富高端零食的种类，满足市场对高端产品需求的提升，增加公司竞争力
异行牛皮功能性宠物食品的研究开发	利用牛皮的不同造型，开发更适合同宠物磨牙的宠物零食	试产	通过宠物撕咬、咀嚼，坚硬的牛皮能够很好的去除牙齿的牙垢，锻炼口腔肌肉，促进口腔卫生和健康。	丰富产品多样性，为客户提供更多的选择，增加市场竞争力。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

四、盈利预测和投资评级

（一）盈利预测

公司以创新驱动为发展战略，立足于宠物食品的当前市场需求及未来发展趋势，建立较为完善的技术研发创新体系，坚持推动宠物食品科学配方、生产工艺、营销模式的创新，不断开发新配方、新产品，促进公司高质量发展。

公司未来的经营计划，一是推进募投主粮项目产能释放，具体包括：通过持续研发丰富产品配方，完善产品矩阵；加大营销支出，提高自有品牌建设；适当提高代工比例以提升产线利用效率，降低产品单位成本；积极开拓俄罗斯和东南亚市场。二是推进柬埔寨零食项目的产能释放，具体包括：利用好现有美国客户资源；持续通过参加展会、拜访客户等渠道获取美国新客户；提高订单交付能力。三是建设路斯自有品牌，具体包括：建设高标准供应链体系，开发差异化产品，完善线上线下渠道布局，并通过新媒体宣传公司自有品牌。

公司未来的各主要业务预测如下：

表 11：分业务预测（百万元）

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
肉干产品	营业收入	432.74	463.46	505.64	558.83
	YOY	11.44%	7.10%	9.10%	10.52%
主粮产品	营业收入	66.45	101.94	161.89	249.63
	YOY	-	53.42%	58.80%	54.20%
罐头食品	营业收入	30.04	50.81	79.51	116.99
	YOY	-8.06%	69.14%	56.50%	47.13%
饼干	营业收入	23.36	25.81	32.43	37.90
	YOY	39.39%	10.50%	25.64%	16.85%
鸭肉系列产品	营业收入	129.89	127.16	153.42	181.19
	YOY	59.24%	-2.10%	20.65%	18.10%
洁牙骨产品	营业收入	4.43	6.01	8.03	10.91
	YOY	47.83%	35.80%	33.60%	35.82%
其他产品	营业收入	9.41	5.40	13.05	9.07
	YOY	-	-42.62%	141.63%	-30.49%
营业收入合计		696.31	780.60	953.97	1164.51
YOY (%)		26.82	12.10	22.21	22.07
归母净利润合计		68.40	81.28	94.94	114.86
YOY (%)		58.58	18.83	16.81	20.98
EPS (元)		0.66	0.79	0.92	1.11
PE (倍)		26.19	22.04	18.87	15.60

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

1) 肉干食品：公司营业收入的主要来源，逐步扩伐国内市场，境外客户肉干食品的订单有望持续增长，预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 4.63、5.06、5.59 亿元。

2) 主粮食品：公司生产线利用率逐步提高，规模化生产带来主粮产品毛利率改善，以及新客户开发取得成效。预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 1.02、1.62、2.50 亿元。

- 3) 罐头食品：预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.51、0.80、1.17 亿元。
- 4) 饼干：预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.26、0.32、0.38 亿元。
- 5) 鸭肉系列产品：预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 1.27、1.53、1.81 亿元。
- 6) 洁牙骨产品：预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.06、0.08、0.11 亿元。
- 7) 其他产品：占比较低，预计 2024-2026 年，该类业务的营收分别为 0.05、0.13、0.09 亿元。

（二）相对估值

结合公司业务情况，我们选取中宠股份、乖宝宠物和佩蒂股份作为可比公司。计算可得可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 38.80x/32.00x/25.88x。我们认为，公司自成立以来一直深耕于宠物食品领域，具有一定的品牌知名度和客户粘性，目前公司正在不断拓展销售渠道并同时扩大产能，相较于可比公司估值均值仍有一定差距，公司 2024-2026 年 PE 分别为 22.42x/19.19x/15.87x。

表 12：路斯股份与可比公司估值（2025 年 03 月 19 日）

股票代码	股票名称	EPS（元/股）				PE（倍）			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002891.SZ	中宠股份	0.80	1.22	1.41	1.73	36.72	34.67	29.92	24.45
301498.SZ	乖宝宠物	1.15	1.51	1.88	2.37	61.19	59.42	47.48	37.69
300673.SZ	佩蒂股份	-0.04	0.77	0.92	1.11	24.73	22.33	18.62	15.49
	平均值					40.88	38.80	32.00	25.88
832419.BJ	路斯股份	0.66	0.79	0.92	1.11	26.64	22.42	19.19	15.87

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用 FCFF 方法进行绝对估值，折现率采用加权平均资本成本 WACC。加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.5%，永续增长率（g）正负波动 0.5%，进行 FCFF 的敏感性分析，可得每股合理估值区间为 17.39-37.68 元。

表 13：FCFF 估值及参数说明

	假设数值	假设数值依据说明
无风险利率 Rf	1.89%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	7%	参考沪深 300 指数历史 10 年年化收益率
贝塔值β	0.93	路斯股份相对北证 50 指数 Beta
税率 T	15%	高新技术企业减按 15% 税率征收企业所得税
加权平均资本成本 WACC	6.63%	通过公式计算可得
永续增长率 g	4.00%	假设公司永续增长率为 4.00%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表 14：绝对估值敏感性分析

目标价		加权平均资本成本（WACC）						
		5.13%	5.63%	6.13%	6.63%	7.13%	7.63%	8.13%
	2.50%	24.25	20.43	17.66	15.57	13.92	12.60	11.52
	3.00%	29.63	24.06	20.27	17.53	15.45	13.82	12.51
	3.50%	38.30	29.39	23.87	20.11	17.39	15.33	13.71
	4.00%	54.65	37.99	29.15	23.68	19.95	17.26	15.21
	4.50%	97.00	54.21	37.68	28.92	23.49	19.80	17.12
	5.00%	467.01	96.20	53.77	37.38	28.69	23.31	19.64
	5.50%	-160.89	463.19	95.45	53.37	37.12	28.50	23.16

资料来源：iFinD、中国银河证券研究院

（四）投资建议

公司以创新驱动为发展战略，立足于宠物食品的当前市场需求及未来发展趋势，建立较为完善的技术研发创新体系，坚持推动宠物食品科学配方、生产工艺、营销模式的创新，不断开发新配方、新产品，促进公司高质量发展。预计公司 2024-2026 年营收分别为 7.81、9.54、11.65 亿元，同比分别增长 12.10%、22.21%、22.07%，归母净利润分别为 0.81、0.95、1.15 亿元，同比分别为 18.83%、16.81%、20.98%，EPS 分别为 0.79 元/股、0.92 元/股、1.11 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 22 倍、19 倍、16 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

下游需求不及预期的风险。公司主导产品宠物主粮和宠物零食产品，受下游需求影响较大，一方面与宠物的整体数量的多少相关，另一方面与宠物食品的消费客单价，宠物主的消费意愿有关。近年来，宠物经济市场规模整体向好发展，但仍存在因个人或家庭收入水平、消费水平等因素削弱在宠物上消费的意愿，进而影响整体宠物食品的销量。

市场竞争加剧的风险。宠物食品市场中各品牌不断推出差异化产品和新颖化营销手段，对市场份额的竞争较为激烈。各品牌需要不断投入资金用于研发新品、升级包装以及应对价格波动等，以维持客户粘性，因此市场竞争未来若进一步加剧，可能对公司业绩增长造成负面影响。

新增产能进展不及预期的风险。近年来，公司不断拓展内外销市场，新增产能逐步落地，以应对市场需求。若计划新增产能受不可控风险进展延迟，可能会造成公司市场拓展的滞后，以及无法满足下游客户需求，从而影响整体业绩的增长。

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权穿透 (截至 2025-03-10)	5
图 3: 路斯股份销售模式	7
图 4: 路斯股份境内境外收入占比	7
图 5: 宠物行业产业链	9
图 6: 发达国家宠物行业发展历程图	10
图 7: 中国宠物行业发展历程图	10
图 8: 宠物食品赛道三类主要竞争者	11
图 9: 国内宠物食品生产主要公司	11
图 10: 2022 年全球宠物犬数量排名前十国家 (单位: 万只)	11
图 11: 2022 年全球宠物猫数量排名前十国家 (单位: 万只)	11
图 12: 全球宠物市场规模现状及预测 (单位: 亿美元)	12
图 13: 2023 年宠物行业各细分行业市场份额	12
图 14: 1990-2024 年我国 65 岁以上人口数及比重 (单位: 万人/%)	12
图 15: 2015-2028 年中国宠物经济产业规模及预测	13
图 16: 宠物食品行业上下游	14
图 17: 路斯股份营业成本构成 (单位: 百万元)	14
图 18: 中国宠物行业竞争状态总结	15
图 19: 2022 年中国宠物食品企业销售额占比情况	15
图 20: 公司收入规模及增速变化	17
图 21: 公司归母净利润及增速变化	17
图 22: 近 5 年公司毛利率及净利率	17
图 23: 近 5 年公司费用率	17
图 24: 2020-2024H1 公司主要产品和服务营业收入 (单位: 百万元)	18
图 25: 2019-2023 年公司境内外业务的营收及增速 (单位: 万元)	18
图 26: 2019-2024Q3 公司研发费用 (万元)	19
图 27: 近 5 年公司专利情况 (个)	19
表 1: 公司主要子公司情况	5
表 2: 公司的主要产品	5
表 3: 2023 年公司前 5 大客户情况	7
表 4: 2023 年公司前 5 大供应商情况	8
表 5: 宠物食品分类	10

表 6: 公司产能变化情况及预测 (单位: 吨) 15

表 7: 公司及主要竞争对手经营情况 (截至 2025-03-10) 16

表 8: 公司过去三年分红情况 19

表 9: 公司主要募投项目情况 19

表 10: 公司主要研发项目情况 20

表 11: 分业务预测 (百万元) 21

表 12: 路斯股份与可比公司估值 (2025 年 03 月 19 日) 22

表 13: FCFF 估值及参数说明 22

表 14: 绝对估值敏感性分析..... 23

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	369.61	432.94	528.93	652.52
现金	171.70	193.80	255.71	330.67
应收账款	46.18	58.09	69.50	84.18
其它应收款	3.77	3.86	4.79	5.90
预付账款	6.03	7.35	8.61	10.49
存货	97.47	125.39	145.87	176.83
其他	44.45	44.45	44.45	44.45
非流动资产	291.57	320.23	345.88	369.51
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	208.37	230.12	248.93	262.02
无形资产	41.37	40.88	40.46	40.09
其他	41.82	49.24	56.49	67.41
资产总计	661.17	753.17	874.81	1022.04
流动负债	128.65	148.76	184.86	228.54
短期借款	35.05	50.90	68.84	87.27
应付账款	40.77	46.95	55.51	67.91
其他	52.84	50.91	60.52	73.37
非流动负债	36.23	32.25	32.25	32.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	36.23	32.25	32.25	32.25
负债合计	164.88	181.01	217.11	260.79
少数股东权益	16.62	17.20	17.91	18.73
归属母公司股东权益	479.67	554.96	639.79	742.51
负债和股东权益	661.17	753.17	874.81	1022.04

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	104.40	82.00	110.85	125.81
净利润	68.83	81.87	95.65	115.69
折旧摊销	24.19	27.89	31.97	34.52
财务费用	0.79	0.86	1.20	1.56
投资损失	-2.13	-1.43	-1.98	-2.51
营运资金变动	12.55	-26.25	-15.92	-23.37
其它	0.17	-0.93	-0.07	-0.07
投资活动现金流	-34.84	-57.69	-55.57	-55.56
资本支出	-48.89	-57.37	-57.55	-58.08
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	14.04	-0.33	1.98	2.51
筹资活动现金流	11.20	-5.40	6.64	4.72
短期借款	25.03	15.85	17.94	18.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-13.83	-21.26	-11.30	-13.71
现金净增加额	83.94	22.10	61.91	74.96

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	696.31	780.60	953.97	1164.51
营业成本	557.93	616.07	739.65	904.21
营业税金及附加	2.78	3.22	3.81	4.70
营业费用	24.32	27.40	52.47	64.05
管理费用	23.96	30.21	34.72	40.87
财务费用	-5.83	-0.86	-0.74	-1.00
资产减值损失	-0.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.46	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.13	1.43	1.98	2.51
营业利润	78.25	89.15	104.39	126.78
营业外收入	0.06	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	77.40	89.15	104.39	126.78
所得税	8.57	7.28	8.74	11.10
净利润	68.83	81.87	95.65	115.69
少数股东损益	0.43	0.58	0.71	0.82
归属母公司净利润	68.40	81.28	94.94	114.86
EBITDA	93.02	116.18	135.62	160.31
EPS（元）	0.66	0.79	0.92	1.11

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	26.82%	12.10%	22.21%	22.07%
营业利润增速	73.19%	13.93%	17.10%	21.45%
归属母公司净利润增	58.58%	18.83%	16.81%	20.98%
毛利率	19.87%	21.08%	22.47%	22.35%
净利率	9.82%	10.41%	9.95%	9.86%
ROE	14.26%	14.65%	14.84%	15.47%
ROIC	11.24%	12.96%	13.03%	13.49%
资产负债率	24.94%	24.03%	24.82%	25.52%
净负债比率	-24.86%	-24.53%	-28.03%	-31.64%
流动比率	2.87	2.91	2.86	2.86
速动比率	2.03	1.99	2.00	2.01
总资产周转率	1.15	1.10	1.17	1.23
应收账款周转率	15.34	14.97	14.95	15.15
应付账款周转率	14.70	14.05	14.44	14.65
每股收益	0.66	0.79	0.92	1.11
每股经营现金	1.01	0.79	1.07	1.22
每股净资产	4.64	5.37	6.19	7.19
P/E	26.64	22.42	19.19	15.87
P/B	3.80	3.28	2.85	2.45
EV/EBITDA	11.34	14.48	12.08	9.87
P/S	2.62	2.33	1.91	1.56

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

范想想 北交所分析师。日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018 年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第 14 届机器人大赛团体第一名，FPM 学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn