

2025年07月02日

## 路斯股份(832419.BJ)

——海外业务稳步拓展，自主品牌发展未来可期

投资评级：增持（首次）

## 投资要点：

- **深耕宠物食品二十余年，境内外业务双轮驱动。**路斯股份 1998 年开始涉足宠物食品，公司产品线已广泛覆盖宠物零食、主粮、罐头等。路斯股份采取 OEM 代工与自主品牌并行发展的模式，近年来公司在巩固传统出口市场的同时，战略重心亦向国内市场拓展和自主品牌建设倾斜，并通过投资建设柬埔寨生产基地等举措，积极推进国际化布局与成本结构优化，力图实现国内外市场同步增长。2025Q1 公司实现营收和归母净利润双增，均同比增长超过 15%。
- **行业需求持续释放，国产化趋势渐显。**从市场规模来看，参考历年《宠物行业白皮书》，中国城镇犬猫消费市场规模已从 2018 年的 1708 亿元增长至 2024 年的 3002 亿元，期间年复合增长率达 9.86%；从消费结构看，2024 年宠物食品仍是宠物消费的主要市场，市场份额为 52.8%；从竞争格局来看，参考欧睿数据，中国宠物食品品牌集中度相比美国较低，中国 2024 年前十品牌销售额合计占比仅 26%，而美国前十品牌销售额合计占比 42%。参考久谦中台数据，2024 年宠物食品电商平台（天猫、京东、抖音）销售额排名前十的品牌中，仅有 3 席为海外品牌，其余均为国产品牌，国产品牌在产能、渠道和性价比等方面具备优势，消费者对高品质国货的认可度有望持续提升。
- **新增产能支持公司成长，积极布局自有品牌。**公司境内营业收入自 2022 年起展现强劲增长动力，主粮产能释放带动境内业务占比提升，2024 年国内主粮产品同比增长 51%，境内业务毛利率也逐步提升。境外业务作为公司营收基本盘，总体呈增长态势，2024 年达 4.83 亿元，同比增长 16.6%，主要原因是大客户订单增长明显，同时公司柬埔寨产能的布局，有助于公司开发美国市场。公司线上线下全渠道深耕，同时加大研发投入，持续迭代新品绑定客户并提高自身竞争力。自有品牌建设方面，公司开启多品牌发展战略，2025 年新设“妙冠”品牌，新品专注高性价比产品，路斯主品牌或将进行高附加值产品迭代。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.88、1.03 和 1.21 亿元，截至 7 月 1 日收盘价，对应 PE 为 29.2、25.0、21.3 倍。我们选取乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份和源飞宠物为可比公司，可比公司 2025PE 均值为 36.5X。公司深耕宠物食品领域，海外产能建设以拓展新客户，主粮产能释放支撑自有品牌快速发展，我们看好其凭借多品牌布局+全渠道覆盖+强研发投入发展自有品牌的潜力，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：原材料价格波动风险 汇率波动风险 海外经营风险。**

## 证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

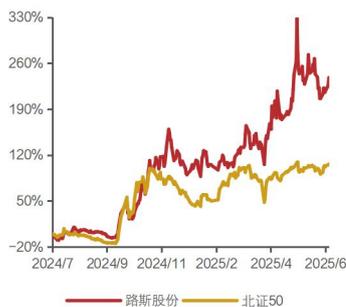
王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2025年07月01日

收盘价(元)	24.94
一年内最高/最低(元)	34.98/6.54
总市值(百万元)	2,576.46
流通市值(百万元)	2,334.40
总股本(百万股)	103.31
资产负债率(%)	22.79
每股净资产(元/股)	5.50

资料来源：聚源数据

## 盈利预测与估值(人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	696	778	947	1,145	1,363
同比增长率(%)	26.82%	11.68%	21.77%	20.91%	19.09%
归母净利润(百万元)	68	78	88	103	121
同比增长率(%)	58.58%	14.57%	12.44%	16.87%	17.34%
每股收益(元/股)	0.66	0.76	0.85	1.00	1.17
ROE(%)	14.26%	14.19%	14.03%	14.39%	14.77%
市盈率(P/E)	37.67	32.88	29.24	25.02	21.32

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.88、1.03 和 1.21 亿元，截至 7 月 1 日收盘价，对应 PE 为 29.2、25.0、21.3 倍。我们选取乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份和源飞宠物为可比公司，可比公司 2025PE 均值为 36.5X。公司深耕宠物食品领域，海外产能建设以拓展新客户，主粮产能释放支撑自有品牌快速发展，我们看好其凭借多品牌布局+全渠道覆盖+强研发投入发展自有品牌的潜力，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设

结合公司境外业务稳步增长以及对于公司国内自有品牌发展潜力的积极预期，我们假设如下：

- (1) 肉干产品：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +16%/14%/12%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 5.55/6.33/7.09 亿元；
- (2) 肉粉产品：假设 2025-2027 年营业收入同比 -10%/+5%/+5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.97/1.01/1.06 亿元；
- (3) 主粮产品：预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +80%/50%/40%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.83/2.75/3.85 亿元；
- (4) 罐头：预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比 +40%/30%/25%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.67/0.87/1.09 亿元；
- (5) 饼干：预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比 -3%/-2%/+3%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.22/0.22/0.22 亿元；
- (6) 洁牙骨：预计收入较为稳定，假设 2025-2027 年营业收入同比 +10%/10%/15%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.05/0.06/0.07 亿元。

### 投资逻辑要点

**深耕国内市场，积极推动国外工厂业务。**国外市场方面，公司或将通过境外子公司柬埔寨路恒加大对美国市场的开发力度，在原有美国客户的基础上，通过展会、广告宣传及老客户介绍等方式获取美国订单；国内市场方面，随着公司募投主粮项目产能的逐步释放，以主粮产品为切入点，力争通过科学的配方打造差异化的产品，并通过进一步加大国内市场开发力度，提高公司品牌知名度，提高国内收入比重。

**持续进行产品迭代，把握市场需求。**公司或将继续加大研发投入力度，结合市场多样化的需求，坚持推动宠物食品科学配方、生产工艺、营销模式的创新，着力打造差异化的产品和服务来提高公司的核心竞争力。

### 核心风险提示

原材料价格波动风险、汇率波动风险、海外经营风险

## 内容目录

1. 深耕宠物食品二十余年，境内外业务双轮驱动 .....	6
1.1. 业务情况：以出口代工起家，业务逐渐多元化 .....	6
1.2. 股权结构：郭洪谦、郭百礼父子为公司实际控制人 .....	8
1.3. 募投项目：年产3万吨宠物主粮产能已建成并逐步释放 .....	10
2. 行业需求持续释放，国产化趋势渐显 .....	11
3. 新增产能支持成长，积极布局自有品牌 .....	15
3.1. 境外业务稳步扩张，主粮产能释放带动自有品牌增长 .....	15
3.2. 线上线下全渠道深耕，持续加强产品研发 .....	17
3.3. 原材料供应稳定，与控股股东有效协同 .....	19
4. 盈利预测与评级 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 路斯股份深耕宠物食品二十余年 .....	6
图表 2: 公司主要产品包括肉干、肉粉、主粮、罐头等 .....	7
图表 3: 2024 年公司肉干产品占总营收比重 61.56% .....	7
图表 4: 主粮产品毛利率呈上升趋势 .....	7
图表 5: 2025Q1 公司营收 1.84 亿元 (yoy+17.58%) .....	8
图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 21.65% .....	8
图表 7: 2025Q1 归母净利润 1651.2 万元 (yoy+17.34%) .....	8
图表 8: 2020 年至 2025Q1 销售费用率有所上升 .....	8
图表 9: 多数管理层有天成集团相关任职背景 .....	9
图表 10: 公司实际控制人为郭洪谦、郭百礼父子 .....	10
图表 11: 目前募投项目均已结项 .....	10
图表 12: 中国城镇犬猫消费市场持续增长 (单位: 亿元) .....	11
图表 13: 宠物消费结构持续优化, 主粮占比提升 .....	11
图表 14: 单只宠物年均消费金额 .....	12
图表 15: 2022-2024 年宠主年龄分布 .....	12
图表 16: 中国养宠渗透率还有较大提升空间 .....	12
图表 17: 商业化生产猫粮占比逐年提升 .....	12
图表 18: 2024 年美国宠物食品 CR10 品牌销售额占比 42% .....	13
图表 19: 2024 年中国宠物食品 CR10 品牌销售额占比 26% .....	13
图表 20: 我国电商平台 (天猫、京东、抖音) 宠物食品销售额持续增长 (单位: 百万元) .....	13
.....	13
图表 21: 2024 年中国宠物食品线上 CR10 品牌仅有 33.7% .....	13
图表 22: 2025 年“618”全周期天猫和抖音 TOP10 猫狗食品销售额品牌榜 .....	14
图表 23: 2025 年 1-5 月中国宠物食品出口金额同比+5.8% .....	14
图表 24: 2024 年公司境外收入同比+16.6% .....	15
图表 25: 2024 年公司境内收入同比+4.4% .....	15
图表 26: 2024 年公司境外收入占比 62.07% .....	15
图表 27: 2024 年公司境外业务毛利率为 27.95% .....	15
图表 28: 2024 年公司主粮产品同比+53.42% .....	16

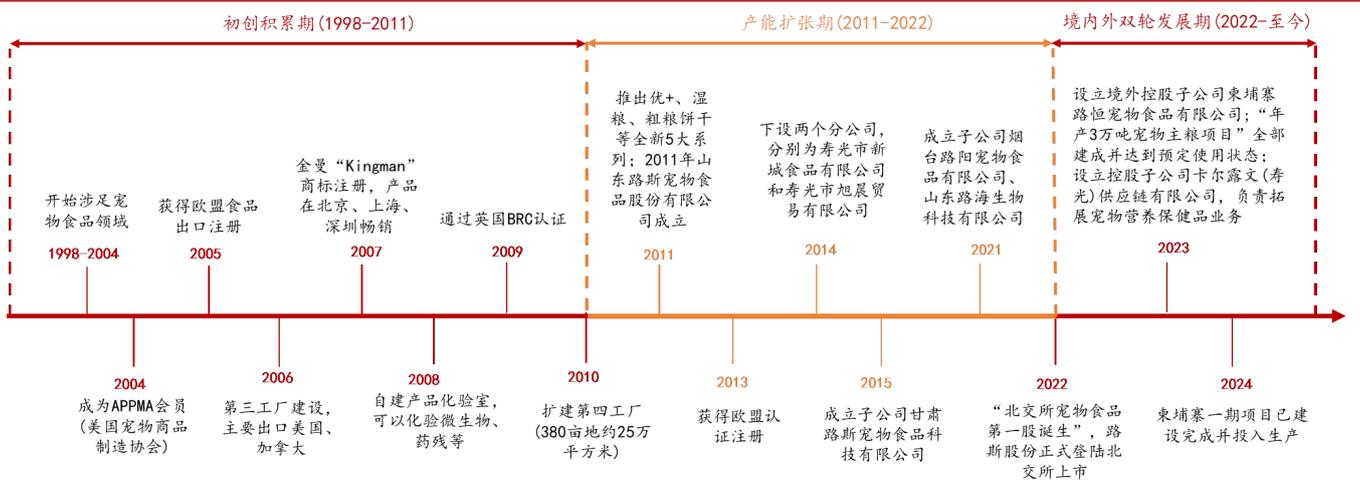
图表 29: 乖宝宠物和佩蒂股份旗下产品列示 .....	16
图表 30: 路斯股份和中宠股份旗下产品列示 .....	16
图表 31: 2024 年公司前五大客户销售占比总计 37.38% .....	17
图表 32: 公司根据国内外不同市场采取相应推广方式 .....	17
图表 33: 公司原创 IP “大路与斯” 构建起稳定的用户关注基础与内容传播力 .....	18
图表 34: 公司 2024 年研发投入占比 3.04% .....	18
图表 35: 公司 2024 年拥有专利数量 112 项 .....	18
图表 36: 公司在研项目丰富 .....	19
图表 37: 2021H1 公司鸡鸭肉占原材料 (金额占比) 26% .....	20
图表 38: 白条鸭价格近年呈下降趋势 .....	20
图表 39: 公司供应商位列 2022 年山东省肉鸭屠宰量前十 .....	20
图表 40: 路斯股份主营业务营收预测 .....	21
图表 41: 路斯股份可比公司估值表 (截至 20250701) .....	22

# 1. 深耕宠物食品二十余年，境内外业务双轮驱动

## 1.1. 业务情况：以出口代工起家，业务逐渐多元化

路斯股份 1998 年开始涉足宠物食品，2022 年 3 月于北交所上市，是一家集研发、生产与销售为一体的综合性宠物食品企业，公司产品线已广泛覆盖宠物零食、主粮、罐头等。路斯股份采取 OEM 代工与自主品牌并行发展的模式，近年来公司在巩固传统出口市场的同时，战略重心亦向国内市场拓展和自主品牌建设倾斜，并通过投建柬埔寨生产基地等举措，积极推进国际化布局与成本结构优化，力图实现国内外市场同步增长。

图表 1：路斯股份深耕宠物食品二十余年



资料来源：路斯股份官网、路斯股份公告、华源证券研究所

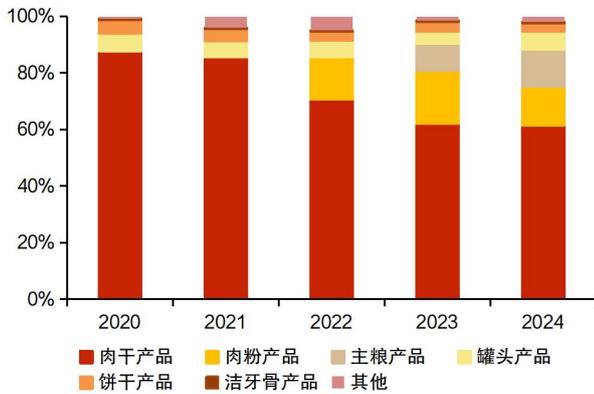
公司主要产品包括肉干产品、肉粉产品、主粮产品、罐头产品等。肉干产品是公司主要营收来源，2024 年占总营收 61.56%，营收增速为 10.63%，毛利率 26.76% (yoy+3.0pcts)。肉粉产品 2024 年收入占总营收 13.80%，营收增速为 -17.40%，毛利率 7.36% (yoy+1.4pcts)；主要系肉粉销售价格降低，导致部分客户销售额减少。主粮产品 2024 年收入占总营收 13.11%，营收增速为 53.42%，毛利率 18.94% (yoy+0.8pcts)。另外公司还有罐头产品、饼干产品以及洁牙骨产品，2024 年分别占总营收 6.17%、2.91% 和 0.63%，饼干收入下降主要系境内收入采购下滑影响。

图表 2：公司主要产品包括肉干、肉粉、主粮、罐头等



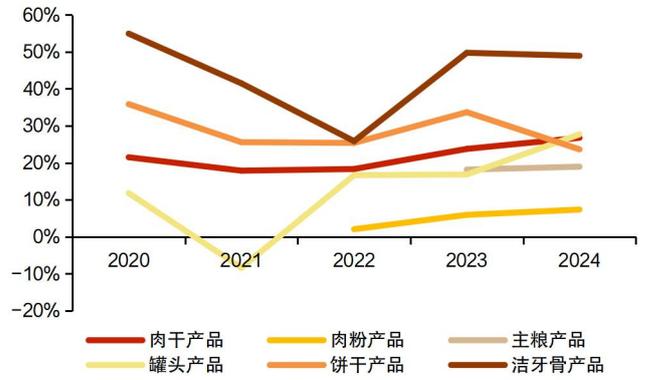
资料来源：路斯股份招股说明书、华源证券研究所 注：图中数据为 2024 年营收占比

图表 3：2024 年公司肉干产品占总营收比重 61.56%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

图表 4：主粮产品毛利率呈上升趋势



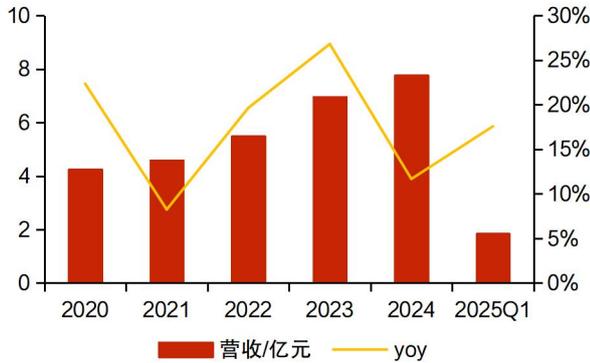
资料来源：iFinD、华源证券研究所

**收入端：**2021 年至 2024 年，公司营收分别为 4.59 亿元（yoy+8.25%）、5.49 亿元（yoy+19.65%）、6.96 亿元（yoy+26.82%）和 7.77 亿元（yoy+11.68%），营收保持持续增长，2025Q1 营业收入达 1.84 亿元（yoy+17.58%）。2024 年公司营业收入增长得益于境外收入较大幅度增长（yoy+16.64%），主要系大客户订单增长明显，以及主粮新客户开发取得成效。

**盈利能力端：**2021 年至 2025Q1，公司毛利率分别为 16.52%、15.16%、19.87%、22.87%、21.65%；主要原因系：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

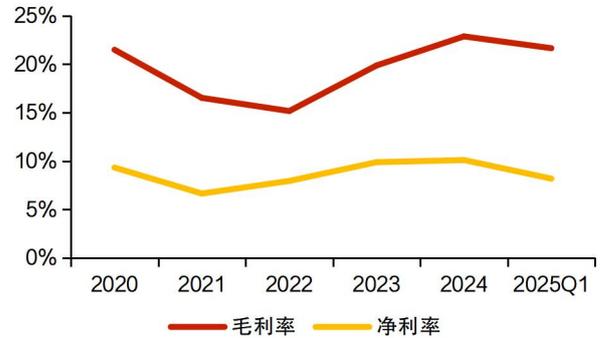
入结构优化,具体表现为主粮产品占比提升,低毛利的肉粉产品占比下降。2021年至2025Q1净利率分别为6.64%、7.94%、9.88%、10.10%、8.18%。

图表 5: 2025Q1 公司营收 1.84 亿元 (yoy+17.58%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 6: 2025Q1 公司毛利率为 21.65%

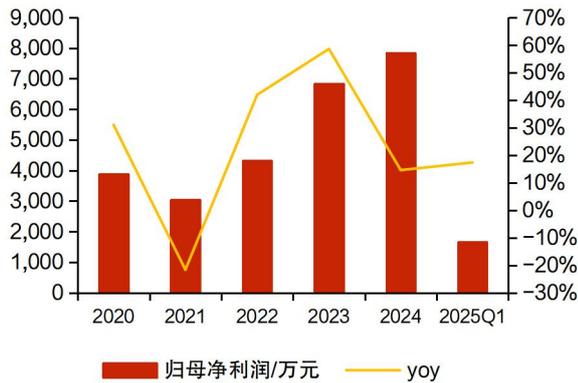


资料来源: iFinD、华源证券研究所

**利润端:** 公司 2021 年至 2025Q1 归母净利润分别为 3038.78 万元 (yoy-21.61%)、4313.22 万元 (yoy+41.94%)、6839.88 万元 (yoy+58.58%)、7836.24 万元 (yoy+14.57%)、1651.2 万元 (yoy+17.34%)，呈现不断增长态势。受益于销售收入增长及销售毛利率上升，公司实现归母净利润同比上涨。

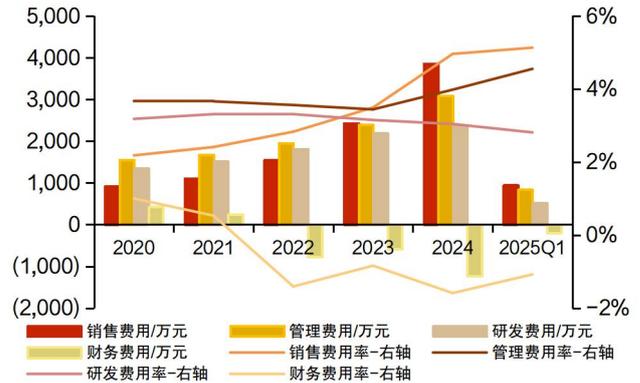
**费用端:** 公司 2020 年至 2025Q1 销售费用率呈上升趋势，2024 年该类费用上涨主要是因为公司继续加大市场开发力度，导致网络服务费、广告宣传费大幅增加，销售人员工资相应增加。

图表 7: 2025Q1 归母净利润 1651.2 万元 (yoy+17.34%)



资料来源: iFinD、华源证券研究所

图表 8: 2020 年至 2025Q1 销售费用率有所上升



资料来源: iFinD、华源证券研究所

## 1.2. 股权结构: 郭洪谦、郭百礼父子为公司实际控制人

**公司管理层具备多学科专业背景。**董事长郭百礼先生具有丰富的管理经验、财务经验和专业沉淀，组织实施公司一系列重大经营决策和战略转型；总经理孙洪学先生、副总经理李东昌先生、李海清先生拥有相关领域生产、采购和销售经验，拥有优异的产业化组织管理能

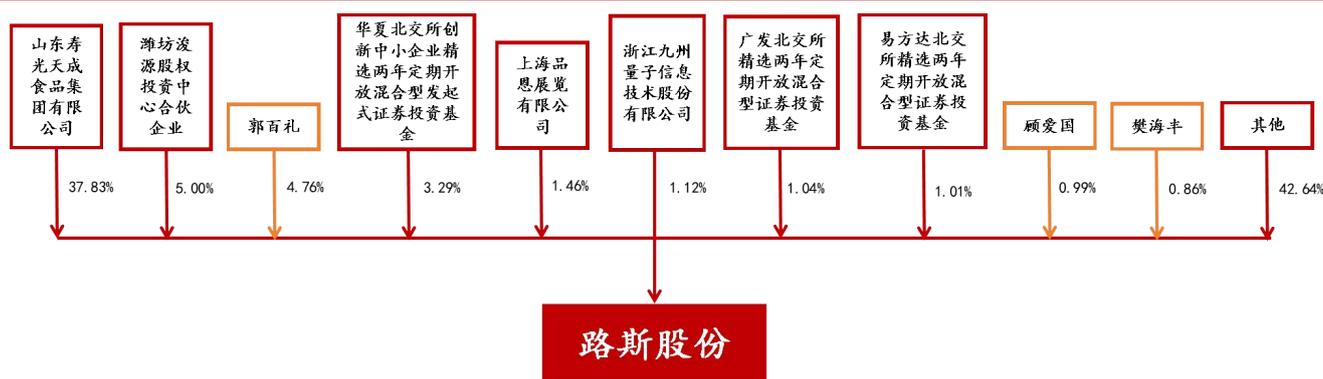
力和商业敏锐度，为公司快速发展做出贡献；副总经理孙艳平女士曾分管外销业务，在公司对外贸易发挥重要作用。

**图表 9：多数管理层有天成集团相关任职背景**

姓名	公司职务	简介
郭百礼	董事长	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 <b>天成集团总经理</b> ；2011年8月至2018年12月，任公司董事；2018年12月至今，任 <b>公司董事长</b> 。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等。
孙洪学	总经理	2004年1月至2004年9月，任哈尔滨正大集团 <b>生产部生加工主任及计划科主任</b> ；2004年10月至2005年9月，任烟台利昌食品有限公司 <b>销售经理</b> ；2005年10月至2011年7月，任新城食品 <b>销售经理</b> ；2011年8月至2017年6月，任公司 <b>职工监事、内销部总监</b> ；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。
孙艳平	副总经理	2002年10月至2005年3月，任寿光金鹏玩具有限公司 <b>出口部业务员</b> ；2005年3月至2009年6月，任公司 <b>外销部业务主管</b> ；2009年6月至今，任公司 <b>外销部经理</b> ；2017年6月至今，任公司 <b>副总经理</b> 。
寇兴刚	副总经理	2000年7月至2008年10月，任职于寿光鲁东 <b>会计师事务所</b> ；2008年10月至2014年10月，任天成集团资本 <b>运营部总监</b> ；2014年11月至2023年7月，任公司董事会秘书；2017年6月至2023年7月，任公司 <b>财务总监</b> 。
李东昌	副总经理	1994年2月至2001年8月，任寿光市第二食品工业公司 <b>车间主任</b> ；2001年8月至2010年9月，任寿光市天成食品有限公司 <b>车间主任</b> ；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；2023年至今，任公司 <b>副总经理</b> 。
李海清	副总经理	2000年2月至2012年6月，历任新城食品 <b>采购经理、车间主任、生产经理</b> 职务；2012年6月至今，任公司 <b>生产经理</b> ；2017年6月至今，任公司 <b>副总经理</b> 。
郑保永	副总经理	1990年5月至1997年1月，任山东寿光后张种鸡厂 <b>孵化车间主任</b> ；1997年1月至2010年1月，历任寿光天健化工有限公司 <b>车间主任、生产经理、副总经理、总经理</b> ；2010年1月至2011年1月，任泗水圣昌特种纸有限公司副总经理；2012年1月至2015年2月，任寿光天成饲料有限公司总经理；2016年2月至2017年6月，任山东乾德生物有限公司副总经理；2017年6月至今，任公司行政部经理、董事、副总经理。
郭百磊	副总经理	2006年11月至2012年3月，任山东寿光天成食品集团有限公司 <b>财务主管</b> ；2012年3月至2017年6月，任公司 <b>财务经理、财务总监</b> ；2017年6月至2018年9月，个体经营；2018年9月至2020年6月，任公司 <b>采购经理、采购总监</b> ；2020年6月至今，任公司副总经理。
李永峰	财务负责人	2009年9月至2010年11月，先后任寿光市六丰实业有限公司 <b>会计</b> 、寿光市开元汽贸有限公司销售；2010年11月至2012年2月，先后任山东寿光天成食品集团有限公司 <b>会计</b> 、寿光市新城食品有限公司 <b>会计</b> ；2012年2月至2015年5月，任公司 <b>会计</b> ；2015年5月至2016年5月，任寿光市天成宏利食品有限公司 <b>会计</b> ；2016年5月至今，历任公司 <b>会计、财务部经理、财务部总监</b> 。
李中文	董事会秘书	2012年2月至2014年11月，任山东寿光天成食品集团有限公司 <b>资本运营部主任</b> ；2014年11月至今，任公司 <b>证券部经理、总监</b> 。

资料来源：iFind、华源证券研究所

**公司实际控制人为郭洪谦、郭百礼父子。**公司控股股东为山东寿光天成食品集团（简称：天成集团），根据公司2025年一季报，天成集团持有公司37.83%股权，郭洪谦持有天成集团47.05%的股权，为其第一大股东和董事长。路斯股份实际控制人为郭洪谦、郭百礼，郭百礼是郭洪谦之子，为公司法定代表人，直接持有公司4.76%的股份。另外，公司控股股东天成集团持有天成投资80%股权，天成投资为浚源投资有限合伙人。

**图表 10：公司实际控制人为郭洪谦、郭百礼父子**


资料来源：路斯股份 2025 年一季报、华源证券研究所

### 1.3. 募投项目：年产 3 万吨宠物主粮产能已建成并逐步释放

根据公司招股说明书，“年产 3 万吨宠物主粮项目”旨在通过对新建厂房进行改造及配套工程建设，购置生产所需的先进的自动化、智能化设备，实现生产线的集成化和一体化，提高企业成本优势和配置效率；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。截至目前，所有项目均已结项。

**图表 11：目前募投项目均已结项**

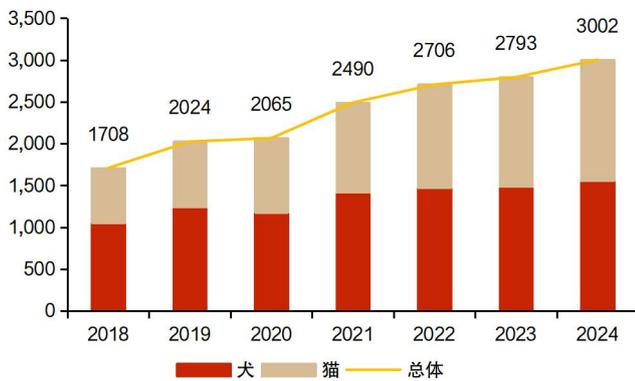
序号	项目名称	调整后投资总额(万元)	募集资金累计投入进度(至 2024 年底)	项目达到预定可使用状态日期
1	年产 3 万吨宠物主粮项目	7121.11	97.49%	2023/12/31
2	研发运营支持中心项目	1000	104.02%	2023/6/30
	合计	8121.11	-	-

资料来源：路斯股份公告、华源证券研究所

## 2. 行业需求持续释放，国产化趋势渐显

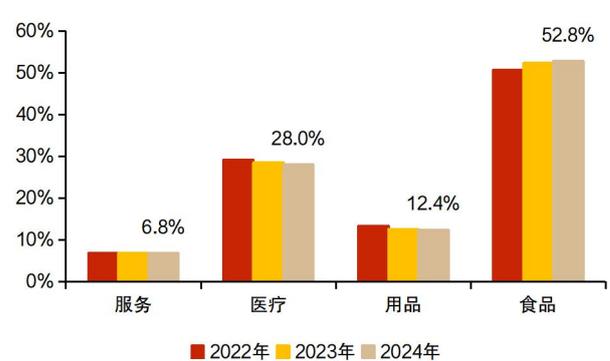
我国宠物整体市场规模保持稳健上行。参考《2025 年中国宠物行业白皮书》，中国城镇犬猫消费市场规模已从 2018 年的 1708 亿元增长至 2024 年的 3002 亿元，期间年复合增长率达 9.86%。其中，“猫经济”增长较快，2018-2024 年市场规模 CAGR 高达 14.18%，显著超越犬消费市场的 6.69%。2024 年中国城镇犬猫消费市场规模同比增长 7.48%，犬和猫市场分别同比增长 4.64%和 10.73%，再次印证了宠物消费市场的潜力及猫经济的引领作用。从消费结构看，2024 年宠物食品仍是宠物消费的主要市场，市场份额为 52.8%，主粮、营养品占比小幅上升。其次是医疗市场，市场份额为 28.0%，其中，疫苗、体检相对稳定，药品、诊疗小幅下降。用品、服务市场份额较低，分别为 12.4%、6.8%。

图表 12：中国城镇犬猫消费市场持续增长（单位：亿元）



资料来源：《2025 年中国宠物行业白皮书》、华源证券研究所

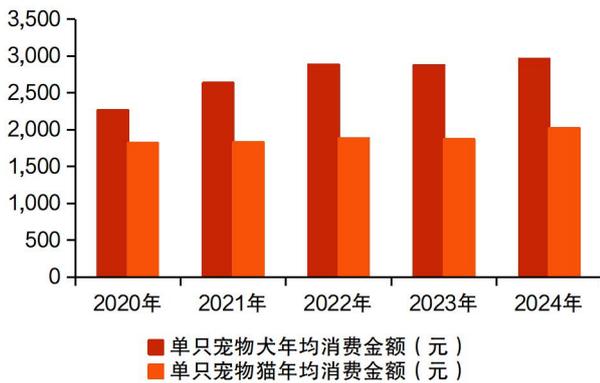
图表 13：宠物消费结构持续优化，主粮占比提升



资料来源：历年《中国宠物行业白皮书》、华源证券研究所

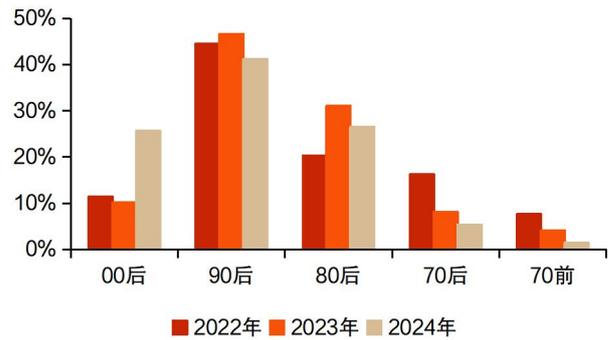
参考历年《中国宠物行业白皮书》，我国 2023 年宠物年均消费金额出现小幅下降，单只宠物犬年均消费 2875 元，较 2022 年下降 0.24%；单只宠物猫年均消费 1870 元，较 2022 年下降 0.69%。而 2024 年宠物年均消费金额回升，单只宠物犬年均消费 2961 元，较 2023 年上升 2.99%。单只宠物猫年均消费 2020 元，较 2022 年上升 8.02%。此外，年轻宠主占比持续攀升，老年宠主占比下降。90 后宠主仍是养宠主力军，2024 年占比为 41.2%，较 2023 年下降 5.4pcts。00 后宠主持续攀升，2024 年占比为 25.6%，较 2023 年上升 15.5pcts；80 后宠主占比为 26.5%，下降 4.6pcts；70 后、70 前宠主占比持续下降，其中，70 后下降 2.8pcts，70 前下降 2.7pcts。

图表 14：单只宠物年均消费金额



资料来源：历年《中国宠物行业白皮书》、华源证券研究所

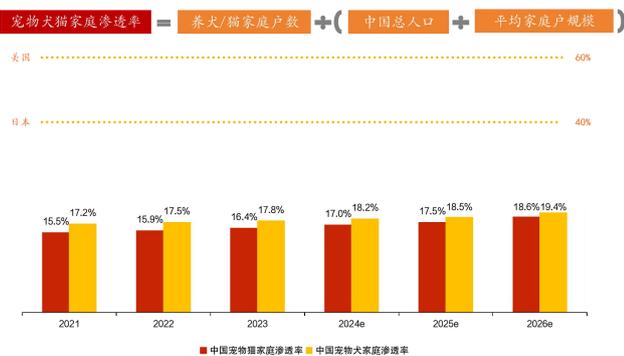
图表 15：2022-2024 年宠主年龄分布



资料来源：历年《中国宠物行业白皮书》、华源证券研究所

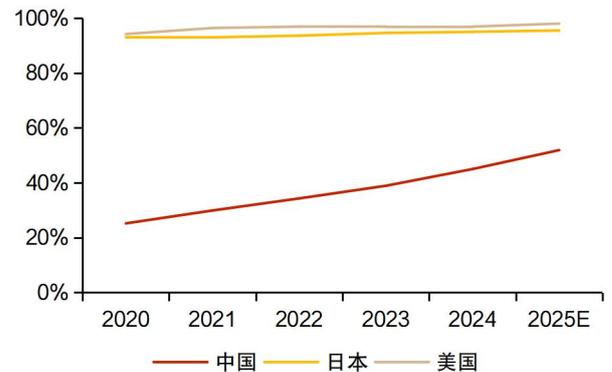
**中国养宠渗透率以及商业化猫粮占比逐步提升。**根据艾瑞咨询，2023 年国内宠物犬家庭渗透率约为 17.8%，预计 2026 年或将达到 19.4%；2023 年国内宠物猫家庭渗透率约为 16.4%，预计 2026 年将达到 18.6%。目前国内养宠渗透率与美国等成熟宠物市场相比，存在约 3 倍的差距；与日本等与国内思想理念和居住环境相近的国家相比，也存在约 2 倍的差距。根据欧睿国际数据，美国和日本商业化生产猫粮占比均在 90% 以上，国内逐年提高，预计 2025 年达 52%。未来随着国内居民消费能力增长和宠物角色逐渐家人化，国内宠物渗透率以及商业化猫粮占比或迎来进一步提升，宠物食品潜在市场空间较大。

图表 16：中国养宠渗透率还有较大提升空间



资料来源：艾瑞咨询《2024 年中国宠物行业研究报告》、华源证券研究所

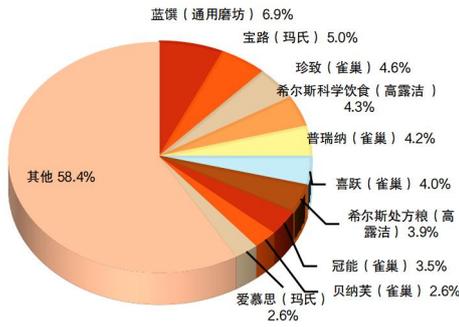
图表 17：商业化生产猫粮占比逐年提升



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

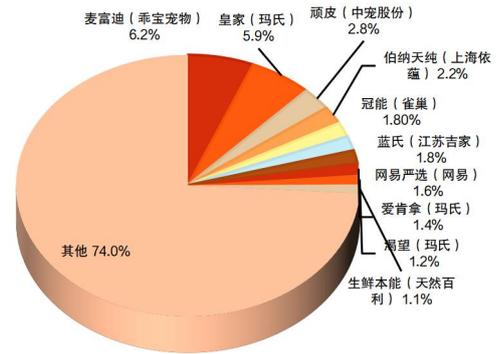
**中国宠物食品品牌集中度相比美国较低，单品牌发展或具有上限。**根据欧睿国际数据，从品牌销售额占比看，中国宠物食品市场品牌集中度较低，2024 年前十品牌销售额合计占比仅 26%，多数品牌占比低于 2%，市场未形成最终格局，新进入者仍有通过细分赛道或渠道突破的可能。而美国市场品牌集中度较高，2024 年前十品牌销售额合计占比 42%，多背靠玛氏、雀巢等国际食品集团，凭借品牌历史、研发资源等切入市场，布局多个品牌。2024 年中国和美国销售额 TOP1 品牌市占率分别为 6.2% 和 6.9%，差异相对较小。

图表 18：2024 年美国宠物食品 CR10 品牌销售额占比 42%



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

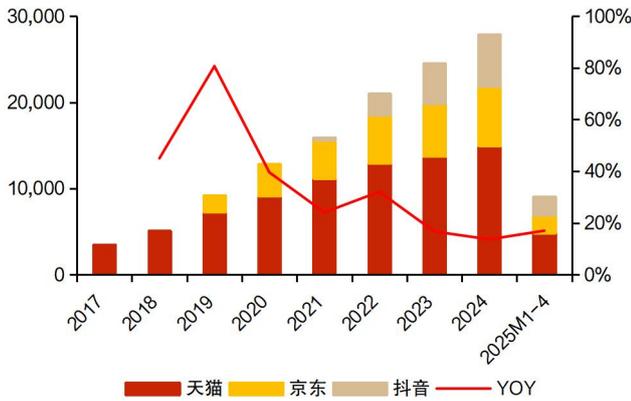
图表 19：2024 年中国宠物食品 CR10 品牌销售额占比 26%



资料来源：欧睿国际、华源证券研究所

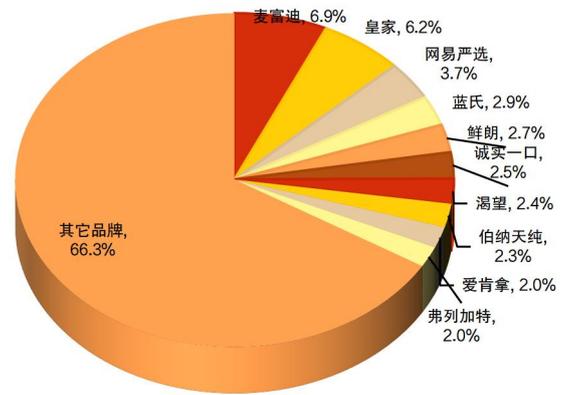
**宠物新型电商高速增长，本土品牌不断崛起。**根据久谦中台数据，电商平台（天猫、京东、抖音）宠物食品销售总额自 2017 至 2024 年间实现了高达 34.5% 的年复合增长率，2025 年前四个月同比增长仍达 17%。其中，抖音等新兴内容电商平台凭借其独特优势快速崛起，与天猫、京东等传统电商共同塑造市场。竞争格局方面，2024 年我国宠物食品线上市场 CR10 仅为 33.7%，较为分散。麦富迪（乖宝旗下品牌）在宠物食品电商渠道销售额位列第一，市占率达 6.9%，其次为海外品牌皇家（市占率 6.2%）。2024 年宠物食品线上销售额排名前十的品牌中，仅有 3 席为海外品牌，其余均为国产品牌，国产品在产能、渠道和性价比等方面具备优势，消费者对高品质国货的认可度有望持续提升。

图表 20：我国电商平台（天猫、京东、抖音）宠物食品销售额持续增长（单位：百万元）



资料来源：久谦中台、华源证券研究所

图表 21：2024 年中国宠物食品线上 CR10 品牌仅有 33.7%



资料来源：久谦中台、华源证券研究所

**在大型电商促销活动中宠物经济仍在升温。**参考宠物行业观察公众号，天猫宠物发布了“618”全周期战报（统计时间为 5 月 16 日 0 点-6 月 20 日 24 点），鲜朗、麦富迪、蓝氏、弗列加特、诚实一口等国产品牌表现突出，位居销售额成交榜前列，海外品牌仅有皇家位列前五。根据抖音电商发布的“618”榜单（统计时间为 5 月 8 日 0 点-6 月 18 日 24 点），麦富迪、金故、诚实一口、弗列加特、蓝氏国产品牌销售额位列前五，其中金故品牌的成功主要是创始人 IP 效应与内容营销，国产品牌充分利用了抖音等新兴电商平台。

图表 22：2025 年“618”全周期天猫和抖音 TOP10 猫狗食品销售额品牌榜

排名	抖音电商猫狗食品品牌榜	天猫猫狗食品品牌榜
1	麦富迪	鲜朗
2	金故	麦富迪
3	诚实一口	蓝氏
4	弗列加特	ROYAL CANIN/皇家
5	蓝氏	弗列加特
6	卫仕	诚实一口
7	鲜朗	Instinct/天然百利
8	宽福	Orijen/原始猎食渴望
9	喵梵思	ACANA/爱肯拿
10	皇家	网易严选

资料来源：宠物行业观察公众号、抖音电商、华源证券研究所

我国宠物食品出口金额整体呈增长趋势，但受贸易政策影响较大。根据海关总署数据，2025 年 1-5 月宠物出口金额累计达到 41.7 亿元，同比增长 5.8%。分月份同比增速分别为 +15.6%/-0.6%/+17.3%/-5.2%/+1.1%，2 月同比下滑主要是因为春节放假影响，4-5 月同比下滑或增速较低主要是美国贸易政策影响，后续应持续关注关税情况。国内上市公司多为出口代工起家，出口业务为稳定利润来源，随着国内宠物市场不断发展，各公司在国内积极布局自有品牌，我们认为这些品牌有望在国内取得较快增长。1) 乖宝宠物：国产宠食领先者，多品牌运营推动内销高速增长，高端化占比提高拉动利润率提升；2) 中宠股份：北美工厂前瞻性布局，品牌出海保持高增长，自有品牌盈利能力逐年提升；3) 佩蒂股份：东南亚和新西兰工厂产能利用率爬坡带动利润率提升，自主品牌有望快速发展；4) 路斯股份：国内主粮业务快速起量，布局柬埔寨工厂开拓美国新客户。

图表 23：2025 年 1-5 月中国宠物食品出口金额同比+5.8%



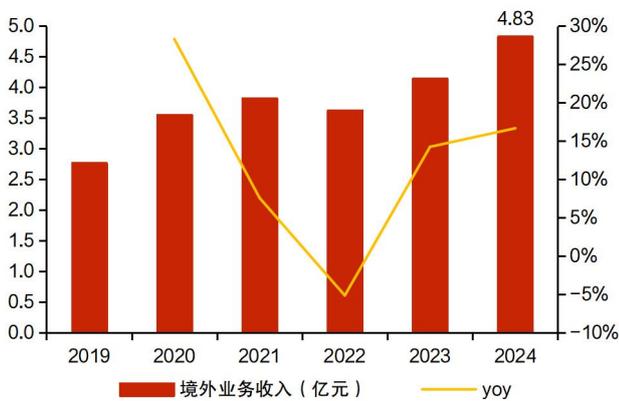
资料来源：海关总署、华源证券研究所

### 3. 新增产能支持成长，积极布局自有品牌

#### 3.1. 境外业务稳步扩张，主粮产能释放带动自有品牌增长

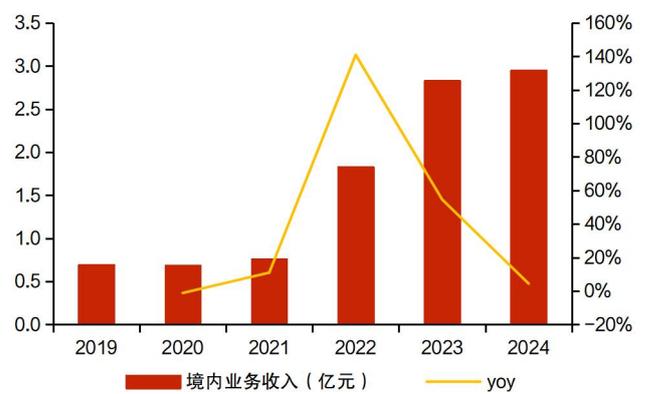
公司境外收入稳步增长，自主品牌快速发展。公司境内营业收入自 2022 年起展现强劲增长动力，2022 年同比增长高达 140.9%，至 2024 年已达到 2.95 亿元 (yoy +4.4%)，2024 年内销增速放缓主要原因是肉粉产品收入下降明显，而宠物食品国内收入同比增长 21.34%，其中，国内主粮产品收入 8015.10 万元，同比增长 50.77%。境外营业收入作为公司营收的基本盘，总体呈增长态势，2024 年达到 4.83 亿元 (yoy+16.6%)，主要原因是大客户订单增长明显，以及主粮新客户开发取得成效。公司正积极推进向境内外市场均衡发展战略。

图表 24：2024 年公司境外收入同比+16.6%



资料来源：wind、华源证券研究所

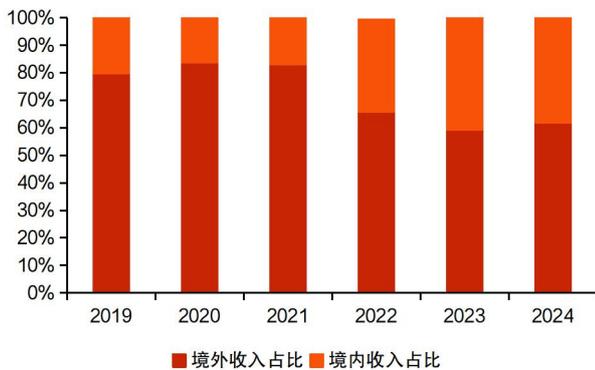
图表 25：2024 年公司境内收入同比+4.4%



资料来源：wind、华源证券研究所

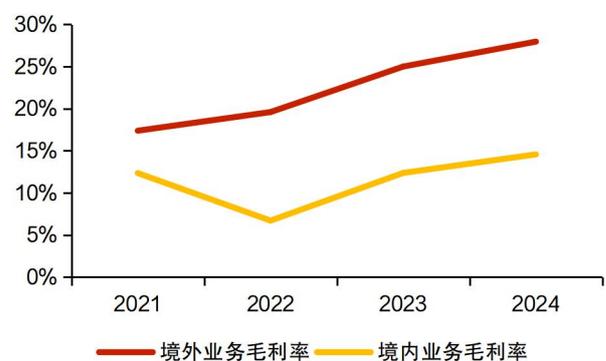
境内收入占比整体呈上升趋势。2024 年公司境内收入占比 37.93%，2022 年起主粮快速增长带动境内业务占比提升。2021-2024 年境外业务毛利率持续稳定增长，并高于境内业务毛利率，2024 年境外业务毛利率达 27.95%。境内业务的毛利率在 2022 年发生短暂回调，整体呈上升趋势。

图表 26：2024 年公司境外收入占比 62.07%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

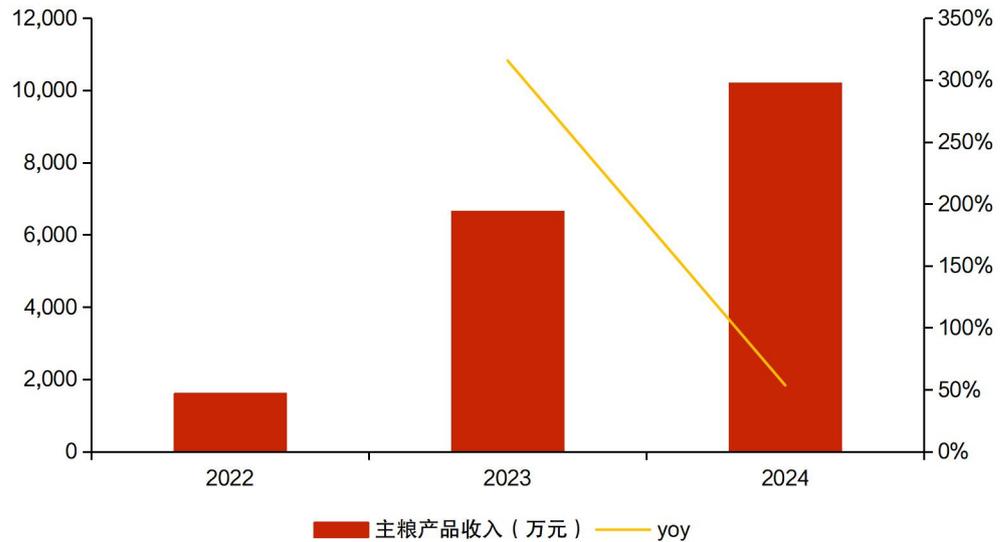
图表 27：2024 年公司境外业务毛利率为 27.95%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

**主粮产能释放带动主粮收入高增，同时积极布局海外产能。**宠物食品中，宠物主粮是获客粘性较强的品类，公司积极推进募投主粮项目产能释放，2024年主粮产品收入（含境内境外）同比增长53.42%。公司与温州锦恒宠物用品在柬埔寨设立合资公司，截至2024年12月31日，柬埔寨一期项目已建设完成并投入生产，可每年新增宠物零食产能3000吨，二期项目正在建设中，正常达产年预计每年新增宠物零食产能7500吨，海外产能布局有助于满足公司开发美国市场和扩充产能的需要。

图表 28：2024 年公司主粮产品同比+53.42%



资料来源：路斯股份公告、华源证券研究所

**公司自主品牌更具性价比，开启多品牌发展战略。**路斯股份产品单价在同行同类型产品中性价比较高，大多数宠物公司都拥有多个品牌。2025年路斯股份新设“妙冠”品牌，目前已在天猫、京东上线，新品牌专注高性价比产品，路斯主品牌或将通过持续研发逐步进行高附加值产品迭代，力争提高自有品牌毛利率，从而进一步加大营销费用投放空间。

图表 29：乖宝宠物和佩蒂股份旗下产品列示

品牌	系列	单价 (元/kg)
乖宝宠物	霸弗天然粮	50
	奶弗天然粮	53
	奶弗烘焙粮	75
	营养pro猫粮	20-25
	舒然美毛系列	24
	冻干双拼粮	16
	全价主粮	13
	膨化粮	57
	弗列加特 0压乳系列	80
	烘焙粮	83
汪臻醇	成犬烘焙粮	80
佩蒂股份	爵宴 鸭肉干零食	135
	风干犬粮	120
	冰宴冻干双拼粮	22
	护理犬粮	37
	齿能 健齿环	200

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、华源证券研究所  
注：单价为2025/6/16价格

图表 30：路斯股份和中宠股份旗下产品列示

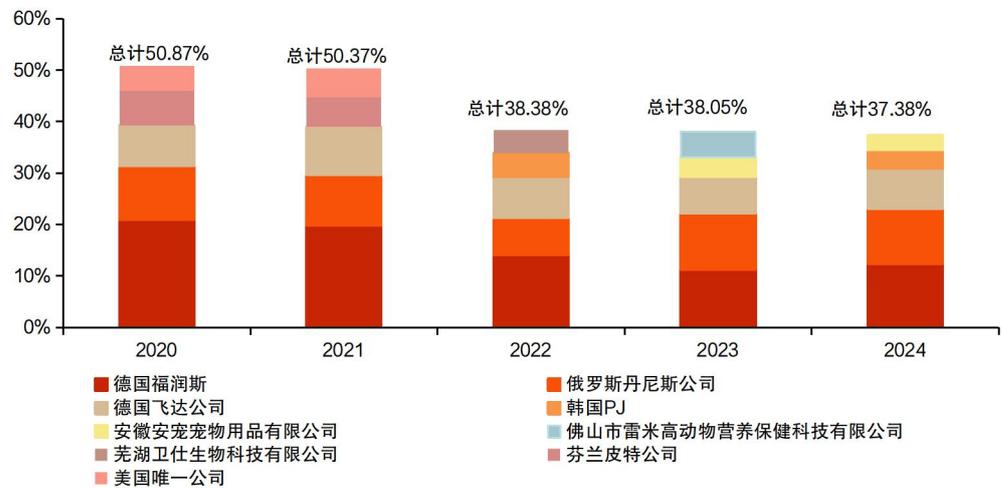
品牌	系列	单价 (元/kg)
路斯股份	膨化双拼粮	15-20
	烘焙粮	55-60
	摇一摇	65
	畅益舒(线下)	26
	全价粮	8-10
	多拼粮	9-13
中宠股份	冻干生骨肉	70-100
	双拼冻干猫粮	31
	顽皮 62%鲜肉无谷冻干猫粮	50-70
	小金盾100%鲜肉	50
	ZEAL 风干猫粮	340
	领先 烘焙粮	60
领先 金装鲜肉粮	40	

资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、华源证券研究所  
注：单价为2025/6/16价格

### 3.2. 线上线下全渠道深耕，持续加强产品研发

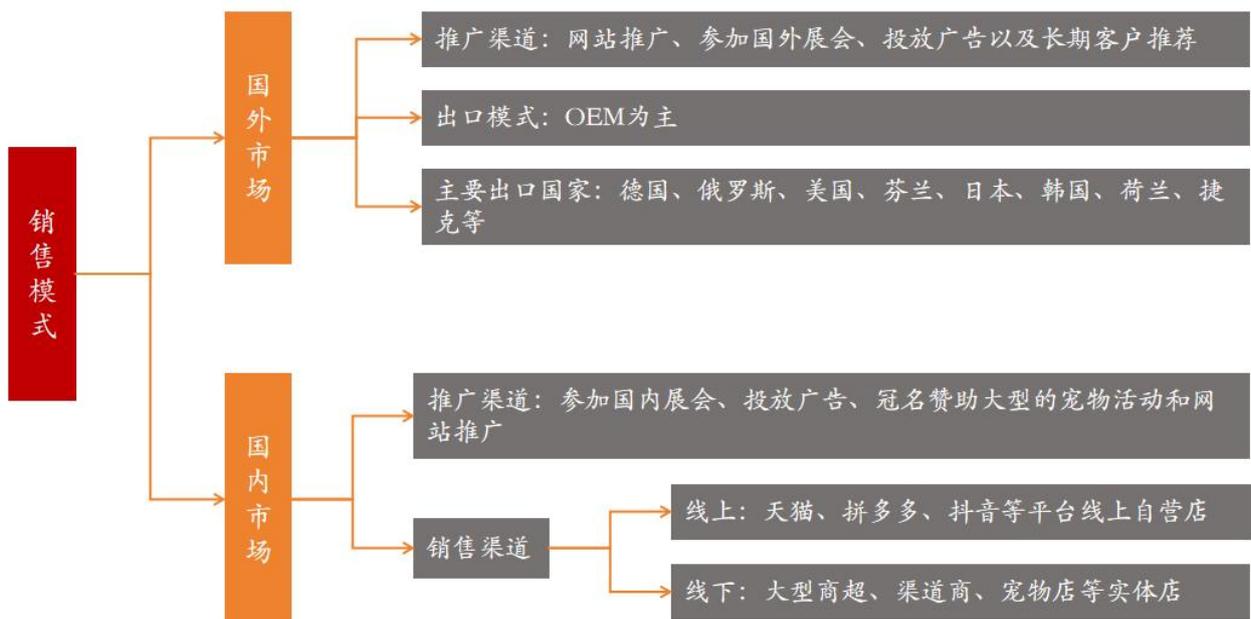
公司有较强客户资源壁垒，国内销售全渠道布局。目前公司主要通过网站推广、参加国外展会、投放广告以及长期客户推荐等方式开拓国外市场，并通过参加国内展会、投放广告、冠名赞助大型的宠物活动和网站推广等方式积极开拓国内市场。国外市场，主要出口到德国、俄罗斯、美国、芬兰、日本、韩国、荷兰、捷克等国家，公司与核心客户之间已经形成长期、稳定的业务关系，具有较强的客户资源壁垒。国内市场，销售渠道具体可分为线上和线下，其中线上销售渠道主要通过天猫、拼多多、抖音等平台渠道开设线上自营店；线下销售渠道主要为线下实体店，包括大型商超、渠道商、宠物店等。2020-2024年公司前五大客户销售占比整体呈下降趋势，主要系第一大客户德国福润斯销售占比下降，前三大客户较为稳定。

图表 31：2024 年公司前五大客户销售占比总计 37.38%



资料来源：路斯股份公告、华源证券研究所

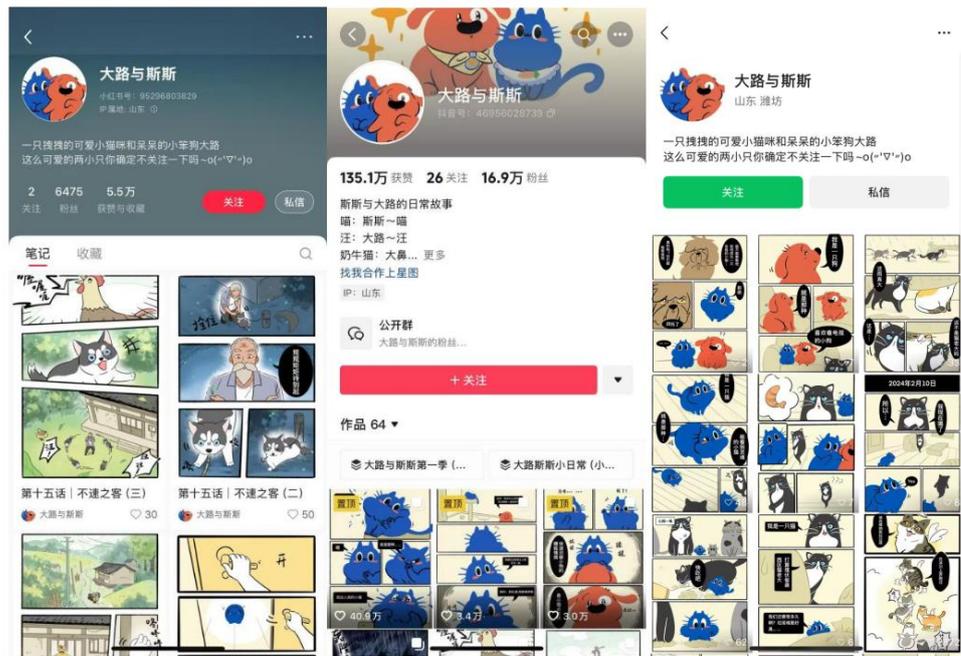
图表 32：公司根据国内外不同市场采取相应推广方式



资料来源：路斯股份 2024 年年报、华源证券研究所

公司自主孵化原创 IP “大路与斯斯”，已完成小红书、抖音、微信公众号账号矩阵布局。该 IP 以“拽酷猫咪和憨厚犬类”的角色设定为核心，通过治愈系漫画传递宠物生活情感共鸣。截至 2025 年 6 月 16 日，小红书粉丝数超 6400、互动量 5.5 万+，抖音粉丝 16.9 万、获赞 135.1 万+，微信公众号获赞 4000+。作为公司全链路自主运营的品牌资产，“大路与斯斯”账号以情感化叙事构建用户信任，通过 IP 符号价值拓宽产品消费场景，未来有望深度赋能品牌，驱动品牌价值增长。

图表 33：公司原创 IP “大路与斯斯”构建起稳定的用户关注基础与内容传播力



资料来源：“大路与斯斯”小红书、抖音、微信公众号平台账号、华源证券研究所 注：截图时间为 2025/6/16

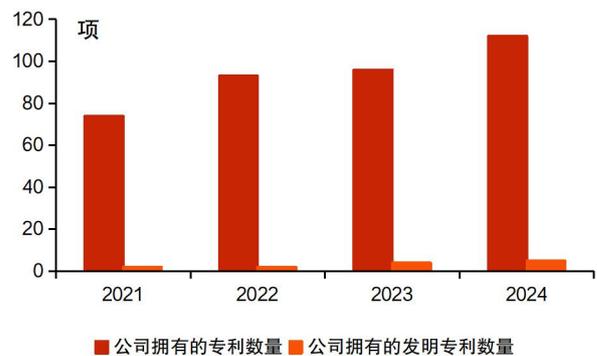
公司重视自主研发和技术创新，具备较强的新品研发能力。公司 2019–2024 年研发投入占比基本维持在 3%以上，围绕提升产品质量、降低生产成本、开发新型产品、改进生产工艺等进行持续技术研发，拥有专利数量逐年提升。公司或将继续加大研发投入力度，结合市场多样化的需求，持续专注宠物零食、宠物主粮新配方、新工艺和新技术的研究和改良，着力打造差异化的产品和服务来提高公司的核心竞争力。

图表 34：公司 2024 年研发投入占比 3.04%



资料来源：路斯股份公告、华源证券研究所

图表 35：公司 2024 年拥有专利数量 112 项



资料来源：路斯股份公告、华源证券研究所

**图表 36：公司在研项目丰富**

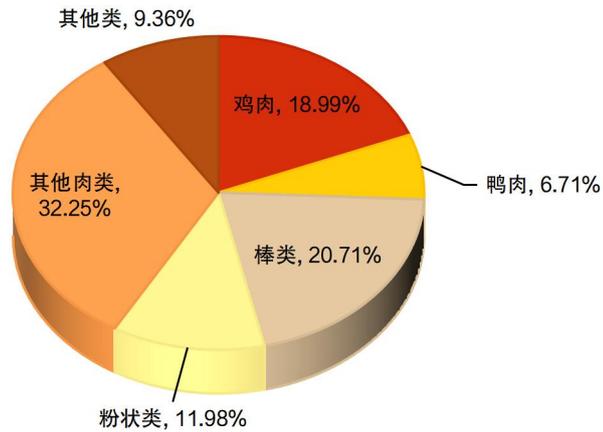
研发项目名称	项目目的	所处阶段/ 项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
冻干生骨肉工艺研究及产品开发	开发一款接近犬猫自然营养比例的产品	量产	通过模拟犬猫自然状态下摄取的食物来源比例制作宠物粮，利用冻干工艺最大限度保留营养物质	丰富公司宠物主粮的品类，增强市场竞争力
乳化鱼油猫条的研究	开发一款用于猫咪美毛的湿粮产品，解决鱼油适口性不好的问题	量产	通过乳化方式将鱼油与猫条结合，提高鱼油适口性，同时可以满足猫咪每日对 $\Omega-3$ 的摄取量	丰富湿粮产品的品类，开发具有一定功能性和营养性的猫条产品
育肥功能性猫粮的研发	开发一款幼年期能够快速育肥发育的膨化猫粮	量产	通过提供高能量、均衡营养的配方呵护肠道健康，促进吸收，加大能量转化及利用率，健康增重，同时确保其整体健康和良好体态	丰富公司主粮产品的多样性，提高品牌的影响力
功能性冻干猫粮的研究开发	开发一款既满足猫咪日常营养需求，又能提供一定功能性养护的冻干产品	试生产	通过冻干工艺，最大限度避免生产工艺中加热带来的营养损失	丰富公司猫咪全价类产品，满足客户个性化需求，增强产品竞争力
挤出型半干零食的研发开发	设计研发一款高水分、质地柔软的宠物零食	试生产	产品含水量 22%-30%左右，饲喂宠物时既能补充宠物所需的干物质，又能适量补充水分，能很好的解决宠物补水问题及幼龄和老龄宠物的饲喂问题	增加宠物零食种类，并研究宠物不同年龄段对零食质地要求
胶原蛋白口香糖宠物零食的研究开发	开发一种洁齿抑菌效果好且硬度适中耐咬性强又容易消化吸收的犬用洁齿产品	试生产	通过合适的原料工艺处理，使产品达到有效去除并控制牙菌斑和牙结石同时，硬度适中耐咬性强易于消化	丰富犬类磨牙产品的种类，满足小型犬和老年犬饲养人群的消费需求
欧洲湿粮产品开发研究	开发适合于欧洲市场的湿粮产品	在研	提高公司湿粮产线利用率，进一步拓展湿粮产品在欧洲市场的市场份额	拓展新市场，树立品牌形象，为公司增加新的收入增长点
猫用异形洁齿零食研究	研发一款植物、肉类混合的多形状、多口味、多色的洁齿产品或辅料	在研	满足猫咪营养的基本需求，提升产品外观的美观度、丰富形状的多样性	丰富公司猫用洁齿零食的品类，增强市场竞争力
宠物关节养护营养补充剂的开发及研究	开发一种对宠物关节健康起积极作用，且适口性良好的产品	在研	通过合适的原料添加，结合冻干、挤压等工艺处理，使产品适口性良好的同时具有一定关节养护功能	丰富公司功能性宠物食品的种类，满足市场需求，为后续同类产品开发积累经验

资料来源：路斯股份 2024 年报、华源证券研究所

### 3.3. 原材料供应稳定，与控股股东有效协同

公司原材料主要由鸡肉、鸭肉、其他肉类、棒类、粉状类等构成。根据路斯股份招股说明书，鸡肉、鸭肉、其他肉类等属于原材料中的直接材料，棒类、粉状类等属于原材料中的辅料及其他材料。2021H1 公司主要原材料金额是其他肉类，占原材料(金额)比重为 32.25%；棒类为第二大原材料金额，占原材料(金额)比重为 20.71%。

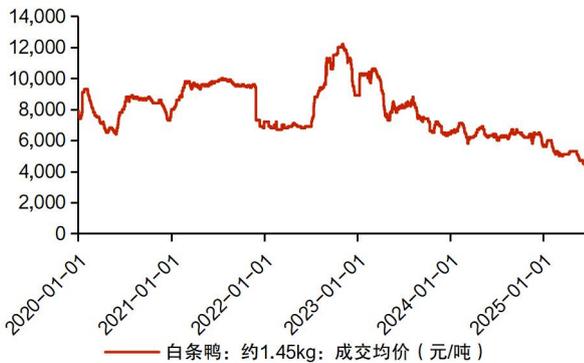
图表 37：2021H1 公司鸡鸭肉占原材料（金额占比）26%



资料来源：路斯股份招股书、华源证券研究所

近期鸭肉价格处于低位，公司原材料供应灵活且稳定。根据山东健康肉产业联合会公众号，2022 年山东省 176 家肉鸭屠宰企业总产量为 21.6 亿只，位居全国首位，屠宰量前十位的肉鸭屠宰企共计屠宰肉鸭 3.8 亿只，占全省肉鸭屠宰量的 17.4%，其中山东天成鑫利农业发展有限公司为路斯股份主要供应商，与公司属于同一控制人。公司控股股东属公司上游企业，能够及时掌握公司生产所需原材料鸡鸭肉的价格变动信息，公司可以通过与其共享价格信息，灵活调整采购时机和采购量，在原料价格较低或价格上涨预期较强时适当增加库存储备。

图表 38：白条鸭价格近年呈下降趋势



资料来源：钢联数据、华源证券研究所

图表 39：公司供应商位列 2022 年山东省肉鸭屠宰量前十

序号	所在地市	企业名称	屠宰量（万只）	同比（%）
1	潍坊	寿光天惠鸿元食品有限公司	6127.00	-6.79
2	潍坊	山东天成鑫利农业发展有限公司寿光第二分公司	5000.00	0.00
3	潍坊	寿光天惠益康食品有限公司	4544.00	-10.07
4	菏泽	山东益客食品产业有限公司	3479.76	32.06
5	德州	德州业源食品有限公司	3358.71	13.91
6	济宁	济宁众客食品有限公司	3320.03	0.06
7	泰安	山东众客食品有限公司	3218.47	11.61
8	潍坊	山东万泉食品有限公司	3081.00	2.00
9	德州	山东惠生食品有限公司	2807.00	226.00
10	滨州	山东和美食品有限公司	2740.97	7.08

资料来源：山东健康肉产业联合会公众号、华源证券研究所

## 4. 盈利预测与评级

结合公司海外业务稳步增长以及对于公司国内自有品牌发展潜力的积极预期，我们假设如下：

**(1) 肉干产品：**预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+16%/14%/12%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 5.55/6.33/7.09 亿元；

**(2) 肉粉产品：**假设 2025-2027 年营业收入同比-10%/+5%/+5%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.97/1.01/1.06 亿元；

**(3) 主粮产品：**预计收入快速增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+80%/50%/40%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.83/2.75/3.85 亿元；

**(4) 罐头：**预计收入稳步增长，假设 2025-2027 年营业收入同比+40%/30%/25%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.67/0.87/1.09 亿元；

**(5) 饼干：**预计收入逐步恢复，假设 2025-2027 年营业收入同比-3%/-2%/+3%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.22/0.22/0.22 亿元；

**(6) 洁牙骨：**预计收入较为稳定，假设 2025-2027 年营业收入同比+10%/10%/15%，测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 0.05/0.06/0.07 亿元。

图表 40：路斯股份主营业务营收预测

	2025E	2026E	2027E
肉干产品 (百万元)	555.32	633.06	709.03
yoy	16.00%	14.00%	12.00%
肉粉产品 (百万元)	96.56	101.38	106.45
yoy	-10.00%	5.00%	5.00%
主粮产品 (百万元)	183.49	275.24	385.33
yoy	80.00%	50.00%	40.00%
罐头 (百万元)	67.17	87.32	109.14
yoy	40.00%	30.00%	25.00%
饼干 (百万元)	21.95	21.51	22.16
yoy	-3.00%	-2.00%	3.00%
洁牙骨 (百万元)	5.35	5.88	6.77
yoy	10.00%	10.00%	15.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.88、1.03 和 1.21 亿元，截至 7 月 1 日收盘价，对应 PE 为 29.2、25.0、21.3 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**图表 41：路斯股份可比公司估值表（截至 20250701）**

公司名称	股票代码	最新收盘价（元/股）	最新总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
乖宝宠物	301498.SZ	115.40	461.65	1.99	2.56	3.24	58.0	45.0	35.6
中宠股份	002891.SZ	65.18	198.39	1.49	1.84	2.28	43.6	35.5	28.6
佩蒂股份	300673.SZ	17.00	42.30	0.81	0.97	1.11	21.1	17.5	15.4
源飞宠物	001222.SZ	20.26	38.67	0.87	1.05	1.22	23.2	19.2	16.6
均值							36.5	29.3	24.0
路斯股份	832419.BJ	24.94	25.76	0.85	1.00	1.17	29.2	25.0	21.3

资料来源：wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期；路斯股份盈利预测来自华源证券研究所

## 5. 风险提示

**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。

**汇率波动风险：**公司主营业务收入主要来源于国外客户，主要采用美元进行结算，汇率的变动对公司的经营成果将产生一定的影响。若未来汇率朝着不利于公司的方向发展，将对公司的经营业绩产生不利影响。

**海外经营风险：**为进一步优化产能布局，加快拓展国际市场，公司设立了境外控股子公司柬埔寨路恒，负责推进境外宠物零食项目建设并全力开发美国等国际市场。目前，公司主要在境内经营，境外经营管理实践经验相对不足，柬埔寨的法律法规、政策体系、商业环境、文化特征等与国内存在一定的差异，未来甚至可能出现汇兑限制、军事冲突以及东道国政府征收等情形，因此，公司面临境外经营经验欠缺、经营环境差异或恶化带来的海外经营风险。

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	154	144	192	286
应收票据及账款	59	67	78	90
预付账款	7	8	10	12
其他应收款	3	4	4	5
存货	121	140	165	194
其他流动资产	59	69	75	81
<b>流动资产总计</b>	<b>402</b>	<b>433</b>	<b>524</b>	<b>666</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	288	302	332	336
在建工程	37	57	32	10
无形资产	40	38	37	36
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	9	9	9	8
<b>非流动资产合计</b>	<b>374</b>	<b>407</b>	<b>410</b>	<b>391</b>
<b>资产总计</b>	<b>776</b>	<b>840</b>	<b>934</b>	<b>1,057</b>
短期借款	47	17	0	0
应付票据及账款	42	50	62	69
其他流动负债	51	61	74	88
<b>流动负债合计</b>	<b>140</b>	<b>129</b>	<b>136</b>	<b>157</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	28	28	27	26
<b>非流动负债合计</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>26</b>
<b>负债合计</b>	<b>169</b>	<b>157</b>	<b>163</b>	<b>183</b>
股本	103	103	103	103
资本公积	85	85	85	85
留存收益	363	439	527	629
归属母公司权益	552	628	715	818
少数股东权益	55	55	55	56
<b>股东权益合计</b>	<b>607</b>	<b>683</b>	<b>771</b>	<b>874</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>776</b>	<b>840</b>	<b>934</b>	<b>1,057</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	79	85	101	119
折旧与摊销	28	32	36	39
财务费用	-12	1	0	-1
投资损失	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-43	-22	-18	-27
其他经营现金流	15	4	3	3
<b>经营性现金净流量</b>	<b>66</b>	<b>99</b>	<b>120</b>	<b>132</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-120</b>	<b>-65</b>	<b>-40</b>	<b>-20</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-7</b>	<b>-43</b>	<b>-33</b>	<b>-17</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-55</b>	<b>-9</b>	<b>47</b>	<b>94</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	778	947	1,145	1,363
营业成本	600	731	884	1,055
税金及附加	5	5	6	7
销售费用	39	47	62	75
管理费用	31	35	41	48
研发费用	24	28	34	41
财务费用	-12	1	0	-1
资产减值损失	-3	-1	-1	-1
信用减值损失	-1	0	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
公允价值变动损益	2	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	2	3	2	2
<b>营业利润</b>	<b>92</b>	<b>102</b>	<b>119</b>	<b>140</b>
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>91</b>	<b>102</b>	<b>119</b>	<b>140</b>
所得税	12	13	16	18
<b>净利润</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>121</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>78</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>121</b>
EPS(元)	0.76	0.85	1.00	1.17

**主要财务比率**

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	11.68%	21.77%	20.91%	19.09%
营业利润增长率	17.20%	11.45%	16.80%	17.28%
归母净利润增长率	14.57%	12.44%	16.87%	17.34%
经营现金流增长率	-37.00%	49.97%	22.07%	9.22%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	22.87%	22.82%	22.82%	22.64%
净利率	10.10%	9.33%	9.01%	8.88%
ROE	14.19%	14.03%	14.39%	14.77%
ROA	10.10%	10.49%	11.02%	11.43%
<b>估值倍数</b>				
P/E	32.88	29.24	25.02	21.32
P/S	3.31	2.72	2.25	1.89
P/B	4.67	4.10	3.60	3.15
股息率	0.40%	0.48%	0.60%	0.70%
EV/EBITDA	14	19	16	14

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。