

2025 年 08 月 26 日

投资评级：增持（维持）

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

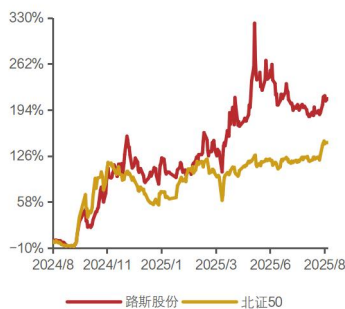
王宇璇

SAC: S1350525050003

wangyuxuan@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 25 日

收盘价（元）	23.30
一年内最高/最低（元）	34.98/6.85
总市值（百万元）	2,407.04
流通市值（百万元）	2,180.89
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

路斯股份(832419.BJ)

——境外收入同比增长 19%，国内推出新品牌精准覆盖细分市场

投资要点：

- **事件：**2025H1 公司实现营业收入 3.9 亿元（yoy+11.32%），归母净利润 3046.1 万元（yoy-12.07%），销售毛利率 20.9%（yoy-1.5pcts），销售费用率 5.64%（yoy+0.5pcts），管理费用率 4.53%（yoy+1.3pcts），销售净利率为 6.9%（yoy-3.2pcts）。2025 上半年外销毛利率同比-1.66pcts，主要是罐头、主粮产品销售单价下降，导致收入增速低于成本增速；内销毛利率同比-2.45pcts，主要是肉干和肉粉产品销售单价下降。**2025Q2** 公司实现营收 2.1 亿元（yoy+6.28%），归母净利润 1395.0 万元（yoy-32.19%）。公司净利润下滑主要受柬埔寨工厂亏损影响。
- **2025H1 主粮产品营收同比增长 40%达 5946 万元，毛利率同比提升 5pcts。**分产品看，2025 上半年除肉粉收入下滑外，肉干、罐头、主粮、饼干以及洁牙骨产品收入均实现增长。其中，肉干产品实现收入 2.2 亿元（yoy+3.24%），占主营业务收入的 57.75%，毛利率同比-3.0pcts 至 23.4%；主粮产品实现收入 5,946.4 万元（yoy+40.02%），占主营业务收入的 15.47%，毛利率同比+5.45pcts 至 22.9%；罐头产品实现收入 3,416.7 万元（yoy+61.13%），占主营业务收入的 8.89%，毛利率同比-7.2pcts 至 18.9%；饼干产品实现收入 1,135.3 万元（yoy+9.14%），占主营业务收入的 2.95%；洁牙骨产品实现收入 643.9 万元（yoy+212.34%）；肉粉产品实现收入 4,849.5 万元（yoy-9.72%），占主营业务收入的 12.62%，毛利率同比-6.7pcts 至 3.4%，主要是肉粉销售价格降低，导致部分客户销售额减少。
- **境外市场收入同比快速增长 19%，国内双品牌战略覆盖不同细分市场。**公司 2025H1 境内收入为 1.39 亿元，同比略有下滑，占比 36%。内销收入下降的主要原因是肉粉产品收入下降明显，但宠物食品国内收入同比增长 5.42%。其中，主粮产品同比增加 932.73 万元，同比增长 25.06%。2025H1 境外收入为 2.46 亿元（yoy+19.25%），占比 64%，毛利率为 25.2%。肉干、罐头及主粮产品成为境外收入增加的三大品类。其中，肉干产品同比增加 900.48 万元，同比增长 4.97%；罐头产品同比增加 1,384.99 万元，同比增长 102.20%；主粮产品同比增加 766.97 万元，同比增长 146.22%，逐渐得到国外客户的认可。**国外方面**，上半年公司积极参与美国奥兰多宠物用品展览会、意大利博洛尼亚国际宠物用品展等重要行业展会，借助与客户的面对面交流，有效推广公司品牌形象，提升品牌影响力和市场认知度。**国内方面**，上半年公司全新推出“妙冠”品牌，主打高性价比产品定位；“路斯”品牌则持续通过研发创新，逐步实现向高附加值产品系列的迭代升级。目前新品牌已在天猫、京东及拼多多上线，双品牌战略有望进一步丰富公司的产品矩阵，增强对不同细分市场的精准开发和多元覆盖能力。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.81、0.98 和 1.20 亿元，8 月 25 日收盘价对应 PE 为 29.7、24.6、20.0 倍。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+全渠道覆盖发展自有品牌的潜力，维持“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。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	696	778	913	1,089	1,302
同比增长率 (%)	26.82%	11.68%	17.46%	19.26%	19.53%
归母净利润 (百万元)	68	78	81	98	120
同比增长率 (%)	58.58%	14.57%	3.31%	20.73%	23.10%
每股收益 (元/股)	0.66	0.76	0.78	0.95	1.16
ROE (%)	14.26%	14.19%	13.02%	13.87%	14.91%
市盈率 (P/E)	35.19	30.72	29.73	24.63	20.01

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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	143	188	283
应收票据及账款	59	65	75	86
预付账款	7	8	9	11
其他应收款	3	3	4	5
存货	121	136	157	184
其他流动资产	59	69	74	79
流动资产总计	402	424	507	647
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
非流动资产合计	374	407	410	391
资产总计	776	830	917	1,038
短期借款	47	17	0	0
应付票据及账款	42	49	59	66
其他流动负债	51	59	71	84
流动负债合计	140	125	130	149
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	28	28	27	26
非流动负债合计	28	28	27	26
负债合计	169	154	157	175
股本	103	103	103	103
资本公积	85	85	85	85
留存收益	363	433	516	618
归属母公司权益	552	622	705	807
少数股东权益	55	55	55	56
股东权益合计	607	677	760	863
负债和股东权益合计	776	830	917	1,038

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	79	78	96	118
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	-18	-16	-26
其他经营现金流	15	4	3	3
经营性现金净流量	66	96	118	132
投资性现金净流量	-120	-65	-40	-20
筹资性现金净流量	-7	-42	-32	-17
现金流量净额	-55	-11	46	95

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	778	913	1,089	1,302
营业成本	600	710	841	1,000
税金及附加	5	5	5	7
销售费用	39	46	59	73
管理费用	31	34	39	46
研发费用	24	27	33	39
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
营业利润	92	94	113	139
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
利润总额	91	94	113	139
所得税	12	12	15	18
净利润	79	81	98	121
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	78	81	98	120
EPS(元)	0.76	0.78	0.95	1.16

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.68%	17.46%	19.26%	19.53%
营业利润增长率	17.20%	2.43%	20.65%	23.02%
归母净利润增长率	14.57%	3.31%	20.73%	23.10%
经营现金流增长率	-37.00%	45.57%	23.27%	11.98%
盈利能力				
毛利率	22.87%	22.30%	22.78%	23.21%
净利率	10.10%	8.88%	8.99%	9.26%
ROE	14.19%	13.02%	13.87%	14.91%
ROA	10.10%	9.75%	10.66%	11.59%
估值倍数				
P/E	30.72	29.73	24.63	20.01
P/S	3.10	2.64	2.21	1.85
P/B	4.36	3.87	3.42	2.98
股息率	0.43%	0.47%	0.61%	0.75%
EV/EBITDA	14	19	16	13

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）。