

今日焦點:

▶ 中國寵物食品龍頭走向分化

中國寵物行業是少數呈現結構性增長的消費板塊之一，但競爭的基礎正在改變。穩健的需求受到人口結構轉變與陪伴經濟興起的支持，寵物逐漸從功能型夥伴升級為家庭成員。市場不再由寵物數量增長驅動，而是取決於每隻寵物的支出提升。在行業之中，寵物食品仍然是最大類別，2025 年約佔整體寵物消費的 53.7%。隨著高端化進程加快，競爭焦點正從純粹的製造規模轉向品牌實力、產品升級及渠道執行力。

在此背景下，乖寶寵物與中寵股份代表了同一行業中兩種不同的參與路徑。

乖寶寵物 (301498 SZ, 股價 58.60 人民幣, 市值 235 億人民幣) 的運作模式越來越像品牌消費品公司，增長由自主品牌及全渠道擴張驅動。總收入由 2020 年的 20 億人民幣增至 2024 年的 52.4 億人民幣，四年複合年增長率為 27%。由於 2025 財年第四季數據尚未公佈，我們集中分析 2020 至 2024 年的趨勢。2024 年，大部分收入來自寵物食品 (48% 為零食, 52% 為主糧)。其中，自主品牌收入由同期的 9.93 億人民幣升至 35.5 億人民幣 (四年複合年增長率 37%)，佔總收入約 68%。其品牌組合以麥富迪 (中檔犬貓糧) 與弗列加特 (高端貓糧) 為龍頭，形成階梯式價格帶覆蓋。該公司是唯一同時擁有兩個品牌進入天貓前十名及抖音前五名的企業，背後有更清晰的產品層次與更強的品牌定位支持。

香港及中國市場指數

收市	每日升跌	今年累升	
恒生指數	26,487	0.5%	3.3%
中資企業指數	8,943	0.5%	0.3%
紅籌指數	4,374	0.9%	8.9%
滬深300指數	4,768	0.2%	3.0%
上海A股	4,284	0.1%	6.3%
上海B股	269	0.1%	6.3%
深圳A股	2,889	-0.1%	9.1%
深圳B股	1,189	0.2%	-5.9%

主要市場指數

收市	每日升跌	今年累升	
美國道指	49,149	-0.6%	2.3%
標普500	7,064	-0.6%	3.2%
美國納斯達克指數	24,259	-0.6%	4.4%
日經平均指數	59,400	0.1%	18.0%

英國富時指數	10,498	-1.0%	5.7%
法國證券公會指數	8,235	-1.1%	1.1%
德國法蘭克福指數	24,270	-0.6%	-0.9%

商品價格

收市	每日升跌	今年累升	
金價 (美元/盎司)	4,720	-2.1%	9.9%
銅價 (美元/盎司)	3,057	0.5%	20.2%
銀價 (美元/盎司)	76	-3.8%	8.1%
原油 (美元/桶)	89	0.1%	55.6%
銅價 (美元/盎司)	13,230	-0.9%	6.5%
鋁價 (美元/盎司)	3,557	-0.2%	18.7%
鎳價 (美元/盎司)	2,040	-2.5%	-0.2%
鎘價 (美元/盎司)	3,442	-0.1%	10.4%
小麥 (美分/蒲式耳)	605	1.3%	18.8%
玉米 (美分/蒲式耳)	462	0.4%	1.6%
糖 (美分/蒲式耳)	105	6.0%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,190	0.7%	10.8%
PVC (美元/噸)	5,126	0.2%	62.5%
CRB 指數	371	2.5%	3.0%
BDI			40.3%

匯率

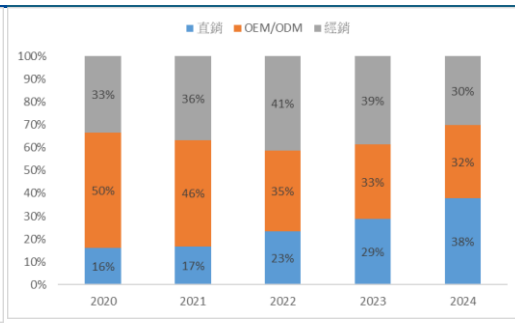
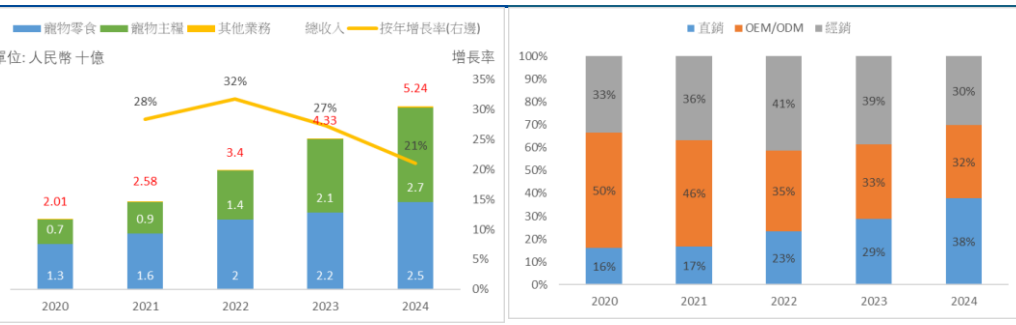
	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.4	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.4	10.0	0.9
歐羅	1.2	9.2		187.1	1.1	8.0
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.0	1.1	204.1		8.7
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.4	0.1	

市場情緒

目前	5日升跌	
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	19	6.2%

圖 1：乖寶收入及按年增長 (人民幣 十億)

圖 2：乖寶銷售模式



資料來源：公司數據，新華滙富研究

煙台中寵股份 (002891 SZ, 股價 42.67 人民幣, 市值 138 億人民幣) 相比之下仍然依賴以製造為主的基礎，雖然正在逐步建立更強的國內品牌業務。公司在全球設有 23 間生產設施 (中國 14 間, 海外 9 間)，產品出口至 85 個國家，自主品牌則在 73 個國家銷售。這個全球佈局支撐了其規模、供應鏈及交付能力。總收入由 2020 年的 22.3 億人民幣增至 2024 年的 45 億人民幣，四年複合年增長率為 19%。由於 2025 財年第四季數據尚未公佈，我們同樣集中分析 2020 至 2024 年的趨勢。OEM 收入佔總收入的比例由約 75% 降至 59%，而自主品牌份額則提升至約 42%。同時，內地銷售以 25% 的複合年增長率增至總收入的 32%，但海外收入仍佔 68%。這些趨勢顯示公司正從全球 OEM 向品牌驅動銷售轉型，體現在核心品牌如頑皮 (中檔並具全球覆蓋, 中國銷售前十名)、領先 (高端主糧) 及 zeal (高端新西蘭進口零食)。然而，海外 OEM 仍然是 2024 年的收入基石，品牌業務則建立在更龐大的製造基礎之上。

圖 3：中寵收入及按年增長 (人民幣 十億)

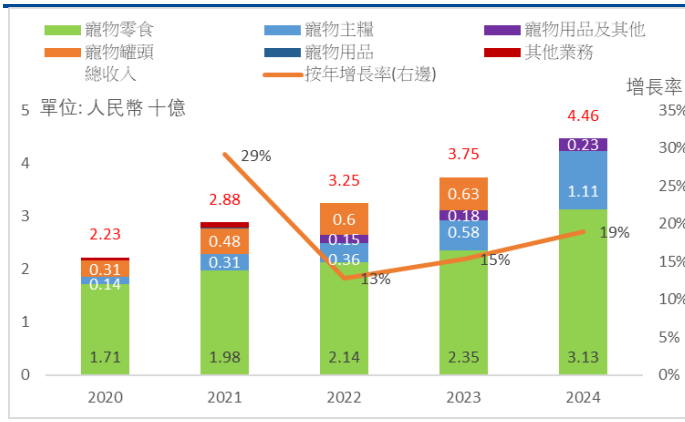
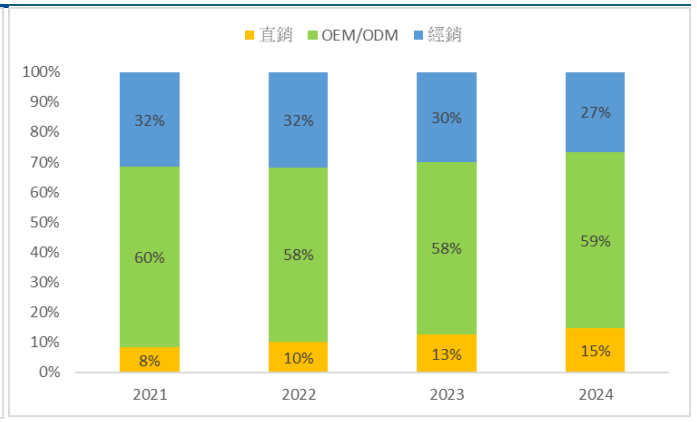


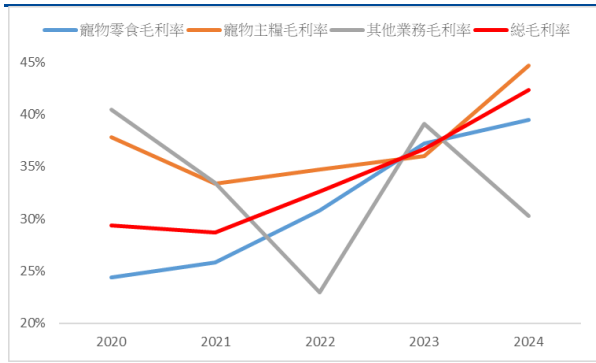
圖 4：中寵銷售模式



資料來源：公司數據，新華滙富研究

盈利能力比表面數字更接近： 乖寶的品牌驅動模式支持明顯更高的毛利率，但同時需要在銷售、品牌及渠道發展上作出更重投入。乖寶在 2025 年首三季錄得毛利率 43% 及銷售費用率 22%，而中寵則以較低毛利率但更為克制成本結構運作，毛利率為 31%，銷售費用率為 12%。然而，乖寶的總營運開支率（29%）遠高於中寵（19%），令核心經營利潤率降至 14%，對比中寵的 11%；而淨利率差距進一步收窄至 11% 對比 9%，遠比表面上的毛利率差距更接近。總括而言，乖寶從品牌溢價及渠道管理獲利，而中寵則從製造效率及供應鏈執行獲利。一旦考慮到品牌投入金額的差異，兩者背後營運能力的差距並不如標題毛利率所顯示般巨大。兩間公司在 2024 年的股東權益回報率 (ROE) 均約為 16%，進一步印證了這一點。

圖 5：乖寶毛利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 6：乖寶運營費用拆解(人民幣 十億)

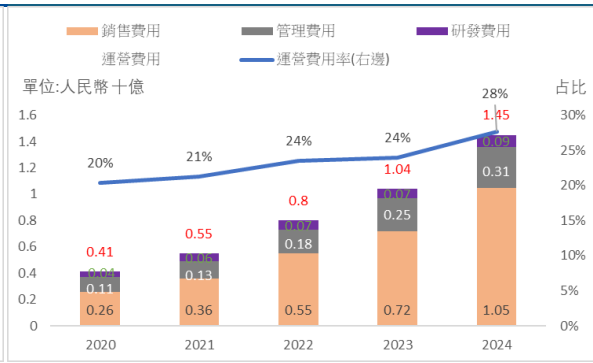
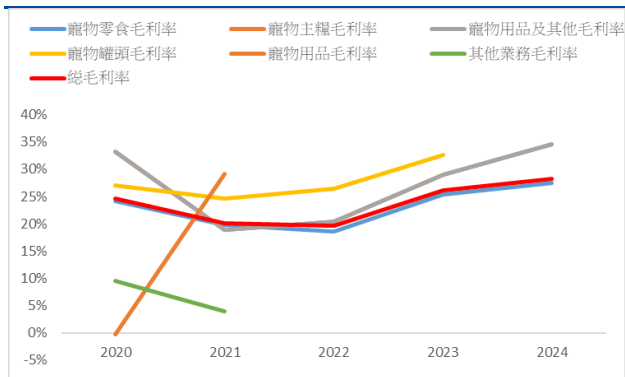
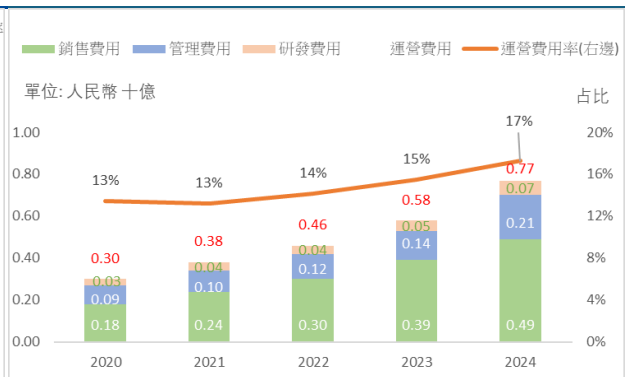


圖 7：中寵毛利率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 8：中寵營費用拆解(人民幣 十億)



資產負債表同樣反映上述策略分野。2024年，乖寶的自主品牌模式通常導致較高的存貨水平（173天）但較低的應收賬款（47天）；而中寵以OEM為主的結構則產生相對較高的應收賬款（90天）及較輕的存貨壓力（132天）。整體現金轉換周期並無重大差異。然而，在資產密集度方面，中寵更廣泛的全球製造足跡需要可觀的債務支持，其2024年有息負債對總資產比率為26%，相比之下乖寶在2023年上市後該比率僅為4%（即使在上市前，乖寶的比率亦僅約10%）。因此，中寵偏向固定資產密集及較高槓桿，而乖寶則保持較輕資產的品牌模式，並因上市集資而進一步強化其現金狀況及更為乾淨的資產負債表。

圖 9：乖寶盈利（人民幣 十億）

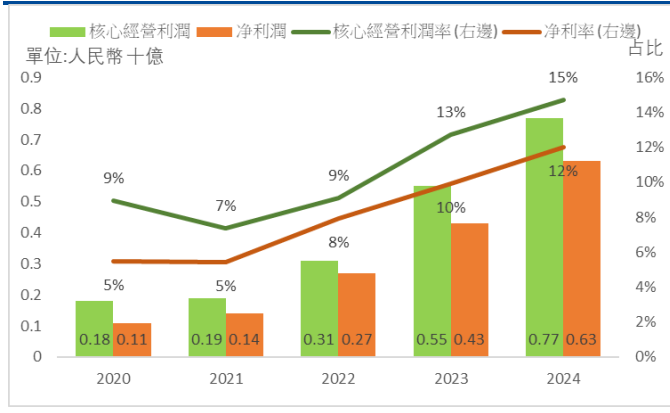
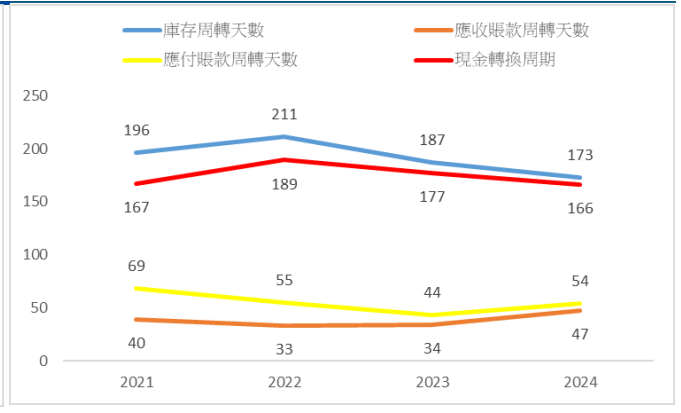


圖 10：乖寶營運資金周轉效率



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 11：中寵盈利（人民幣 十億）

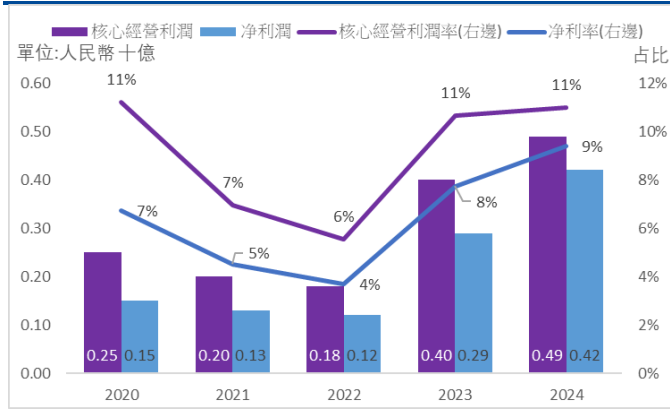
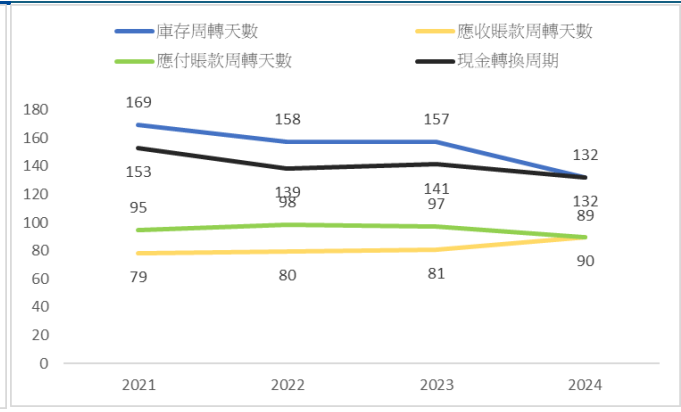


圖 12：中寵營運資金周轉效率

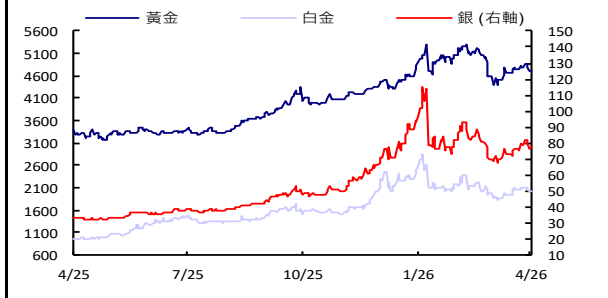


資料來源：公司數據，新華滙富研究

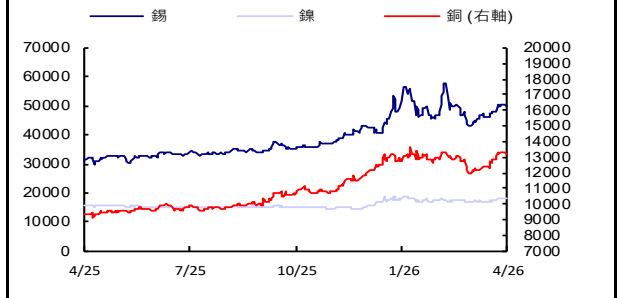
我們的觀點： 市場仍然分散，乖寶與中寵在2024年中國內地寵物食品市場的份額分別僅為6.2%及1.6%，而2025年第三季業績所見亦無顯著變化。這反映行業機會仍然龐大，但競爭地位尚未牢固確立。整體而言，乖寶似乎更有利於直接受惠於行業高端化及品牌整合；而中寵則在強大的製造平台之上，提供品牌升級帶來的潛在上行空間。兩間公司目前的估值均已反映增長預期，而非深度價值。更具吸引力的入市時機，將是估值變得更加合理，同時行業需求與公司執行力仍然保持良好。乖寶現價對應2025財年預測市盈率34倍及2026財年預測市盈率27倍；中寵則對應2025財年預測市盈率28.4倍及2026財年預測市盈率23倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

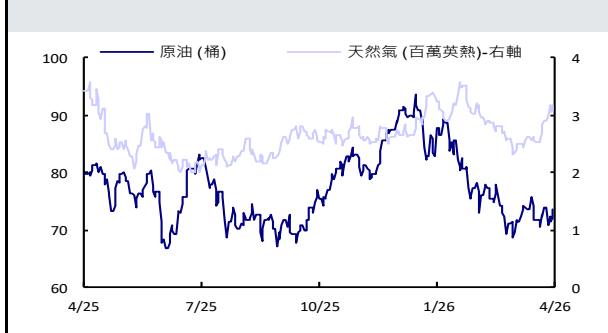
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4698	1.1	8.2	38.2
白金 (盎司)	2024	3.8	(0.5)	112.3
銀 (盎司)	76	2.1	8.3	132.5



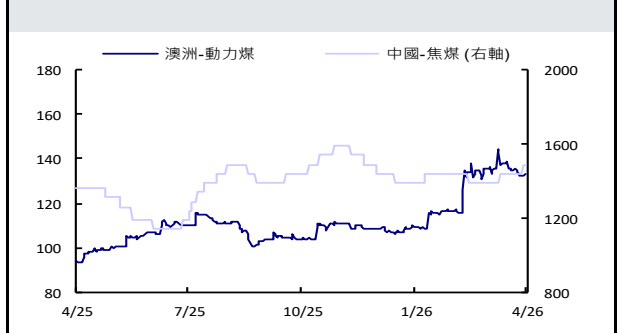
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	13231	7.3	6.5	41.2
鎳 (噸)	18225	6.5	9.5	16.2
錫 (噸)	49930	6.8	23.1	60.4



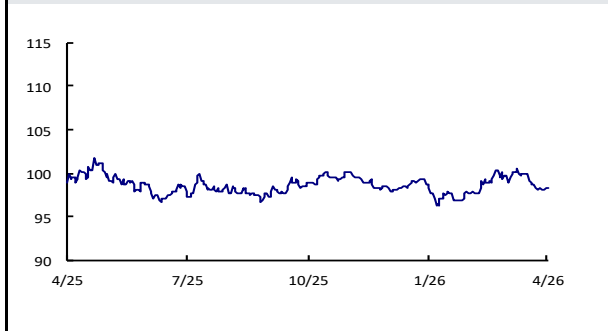
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	92.1	(9.1)	60.4	43.3
天然氣 (百萬英熱)	2.7	(6.5)	(26.8)	(10.3)



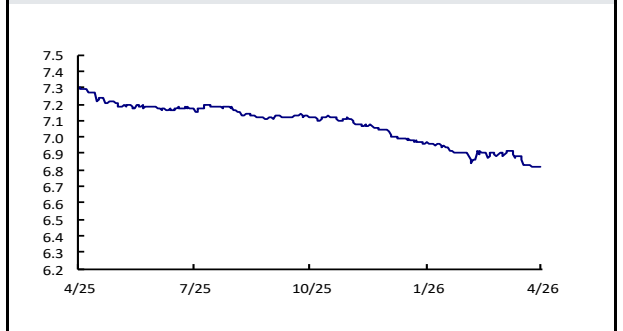
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1490.0	7.2	3.5	9.6
澳洲動力煤 (US\$/t)	132.9	(6.7)	23.6	41.5



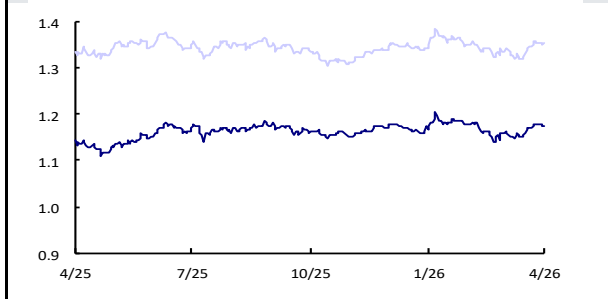
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	98.4	(16)	0.1	(0.5)



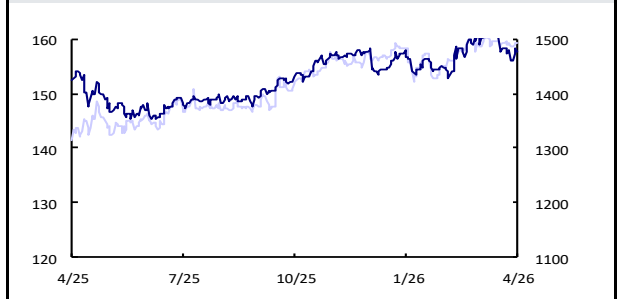
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	(10)	(2.4)	(6.6)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	1.2	17	(0.0)	2.8
英鎊	1.4	2.1	0.2	1.3



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	159.4	0.4	1.7	12.6
韓圓	14817	(2.3)	2.6	4.0



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
商業庫存	月		26年4月21日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
新屋銷售	月		26年5月5日
生產者物價指數	月		26年5月13日
採購經理人指數	月		26年5月1日
個人收入與支出	月		26年4月30日
耐久財訂單	月		26年4月29日
工廠訂單	月		26年5月4日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月23日
貿易收支	月		26年5月5日
批發庫存	月		26年4月29日
就業報告	月		26年5月8日
消費者物價指數	月		26年5月12日
零售業銷售額	月		26年4月21日
成屋銷售量	月		26年5月11日
工業生產指數	月		26年5月15日
國內生產毛額	季		26年4月30日
消費者信心指數	月		26年4月28日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日
M2貨幣供應量	月		26年5月9日
貿易收支	月		26年5月9日
生產者物價指數	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月11日
零售業銷售額	月		26年5月18日
工業生產報告	月		26年5月18日
國內生產毛額	年		26年7月15日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
採購經理人指數	月		26年5月6日
外匯儲備	月		26年5月7日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未經滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行者提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行者招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行者之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行者之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行者之董事或作為該等機構或發行者之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455