

今日焦點:

▶ 中國寵物食品：打造自有品牌以支撐盈利能力

中國寵物食品行業仍維持結構性增長，儘管競爭正在加劇。2025 年全年業績及 2026 年一季度業績確認，行業正從製造導向轉向品牌建設、產品升級及渠道建設。2026 年一季度，乖寶與中寵收入仍分別同比增長 11% 和 39%；然而，由於費用大幅上升，兩家公司淨利潤分別同比下滑 39% 和 28%。從製造導向轉向更高自主性的產品與品牌體系，也帶來了更高成本。

圖 1：乖寶與中寵 2026 年一季度財務數據對比（人民幣 十億）

26Q1	乖寶寵物		中寵股份	
	人民幣 十億	按年增長率	人民幣 十億	按年增長率
總收入	1.64	11%	1.53	39%
成本	0.95	11%	1.12	50%
毛利率	41.6%	+5bps	26.8%	-499bps
銷售費用	0.36	38%	0.19	54%
管理費用	0.11	45%	0.07	7%
研發費用	0.02	-23%	0.03	30%
運營費用	0.49	36%	0.30	37%
核心經營利潤	0.20	-20%	0.12	-14%
股東應佔利潤	0.12	-39%	0.07	-28%

資料來源：公司數據，新華滙富研究

乖寶寵物（301498 SZ，人民幣 50.62 元，市值人民幣 203 億元）自有品牌推動收入增長，但較高成本限制利潤增長

自有品牌帶動強勁增長：乖寶 FY25 收入達人民幣 68 億元，同比增長 29%，較 2024 年 21% 的增速明顯加快。增長主要由自有品牌的強勁表現推動，其中麥富迪同比增長超過 40%，霸弗同比增長超過 60%，弗列加特同比增長超過 80%。這些品牌共同推動寵物乾糧收入同比增長 53% 至人民幣 41 億元，佔總收入 61%。相比之下，由於競爭加劇，寵物零食收入僅同比增長 1%。同樣地，國內收入同比增長 41%，佔總收入 74%，而海外收入僅同比增長 5%。自有品牌的增長也帶動直銷和經銷收入分別同比增長 39% 和 41%。

直銷佔比提升推動毛利率改善：直銷毛利率維持在 53%，寵物乾糧綜合毛利率提升 1 個百分點至 46%，並貢獻 65% 的總毛利。因此，國內業務約佔總毛利的 80%。然而，零食、海外業務及 OEM/ODM 的毛利率分別下降至 37%、32% 和 31%，部分抵消了產品結構升級帶來的改善。因此，全年綜合毛利率僅小幅提升 1 個百分點至 43%。

品牌建設帶來更高成本：OPEX 同比增長 39% 至人民幣 20 億元，抵消了約 84% 的新增毛利。銷售費用同比大幅增長 46% 至人民幣 15.3 億元，使核心經營利潤僅同比增長 14% 至人民幣 9 億元。淨利潤僅同比增長 7% 至人民幣 6.7 億元。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	26,406	0.0%	3.0%
中資企業指數	8,884	-0.1%	-0.3%
紅籌指數	4,623	1.8%	15.1%
滬深300指數	4,951	1.6%	7.0%
上海A股	4,430	1.1%	13.0%
深圳A股	286	1.3%	13.0%
上海B股	3,058	1.6%	15.5%
深圳B股	1,170	-0.5%	-7.4%

主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	49,704	0.2%	3.4%
標普500	7,412	0.2%	8.3%
美國納斯達克指數	26,274	0.1%	13.0%
日經平均指數	63,011	1.0%	25.2%
英國富時指數	10,269	0.4%	3.4%
法國證商公會指數	8,056	-0.7%	-1.1%
德國法蘭克福指數	24,350	0.0%	-0.6%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,736	0.4%	10.2%
銅價 (美元/盎司)	3,269	1.8%	28.5%
銀價 (美元/盎司)	86	7.1%	20.4%
原油 (美元/桶)	98	2.8%	71.7%
銅價 (美元/盎司)	13,943	4.1%	12.2%
鋁價 (美元/盎司)	3,579	2.5%	19.5%
鎳價 (美元/盎司)	2,135	3.7%	3.4%
鎘價 (美元/盎司)	3,480	0.6%	11.6%
小麥 (美分/蒲式耳)	622	3.4%	22.7%
玉米 (美分/蒲式耳)	475	0.8%	4.6%
糖 (美分/磅)	115	5.4%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,213	0.4%	13.0%
PVC (美元/噸)	5,136	-0.5%	58.3%
CRB 指數	389	0.4%	3.0%
BDI		-1.8%	58.7%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.8	157.2	0.8	6.8
港元	0.1		0.1	20.1	9.9	0.9
歐羅	1.2	9.2		185.2	1.1	8.0
日元	0.0	5.0	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	10.1	1.1	202.1		8.7
人民幣	0.1	1.2	0.1	23.1	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	18	0.5%

圖 2：乖寶收入及按年增長 (人民幣 十億)

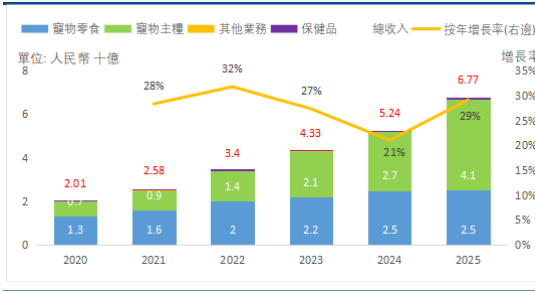
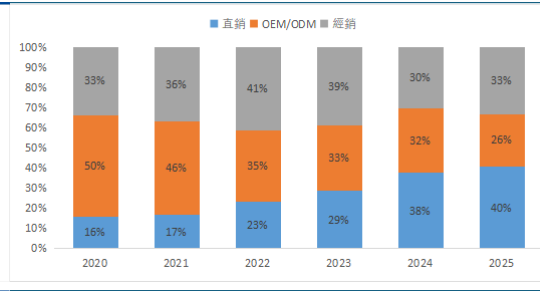


圖 3：乖寶銷售模式



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 4：乖寶毛利率

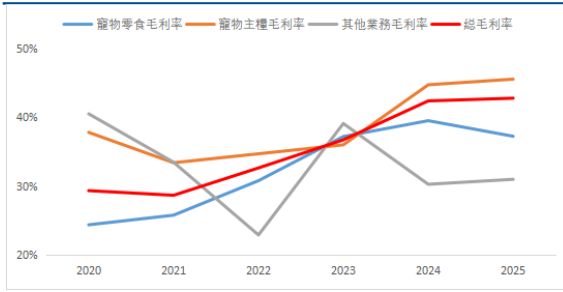
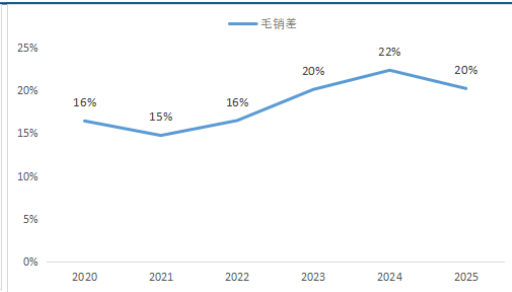


圖 5：乖寶毛銷差



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)

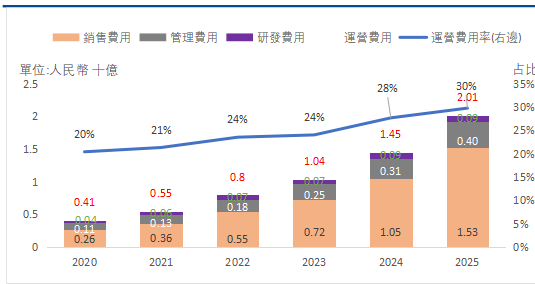
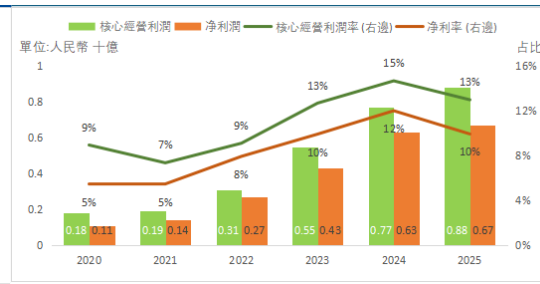


圖 7：乖寶盈利 (人民幣 十億)



資料來源：公司數據，新華滙富研究

中寵股份 (002891 SZ, 人民幣 32.89 元, 市值人民幣 106 億元) 轉型持續推進, 但原有基本盤仍佔主導

乾糧和國內銷售持續改善：中寵 FY25 收入同比增長 17% 至人民幣 52.2 億元, 較 2024 年 19% 的增速有所放緩。寵物零食仍是最大品類, 佔總收入 65%, 但收入僅同比增長 8%。寵物乾糧錄得 40% 的同比強勁增長, 收入佔比提升至 30%。國內銷售亦錄得強勁增長, 同比增長 33%, 其中直銷收入同比增長 66%。然而, 海外及 OEM/ODM 銷售增長較慢, 拖累了整體增長動能。

產品結構改善推動毛利率提升：FY25 綜合毛利率提升 2 個百分點至 30%。改善主要受直銷佔比提升推動, 直銷毛利率為 39%。產品結構亦有所改善, 乾糧毛利率較高, 達 34%, 並貢獻超過三分之一的總毛利。零食及 OEM/ODM 毛利率也分別修復至 29% 和 28%。與乖寶不同, 中寵的毛利率改善來自多個較小的驅動因素, 而非單一乾糧品類。

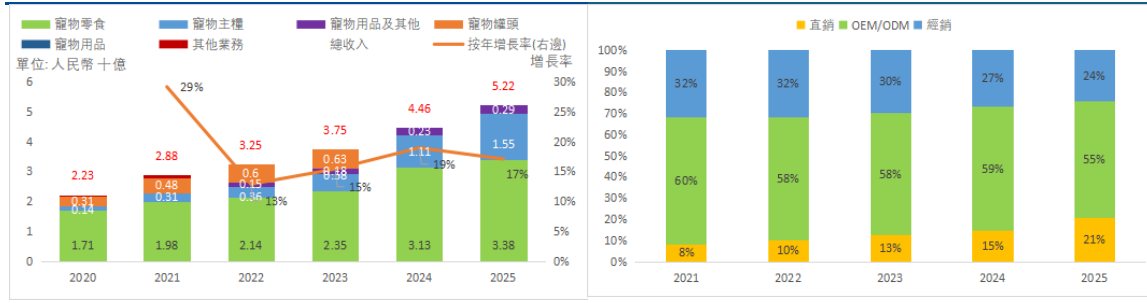
OPEX 增速高於毛利增量, 導致利潤下滑：中寵核心經營利潤同比下降 9% 至人民幣 4.5 億元, 淨利潤同比下降 5% 至人民幣 4.0 億元。核心原因是新增毛利人民幣 2.8 億元, 未能覆蓋新增 OPEX 人民幣 3.3 億元。OPEX 同比增長 42%, 而銷售費用同比增長 43%, 主要由於公司加大投入以發展自有品牌及相關銷售渠道。公司的品牌轉型仍屬高投入階段, 國內品牌業務尚未產生足夠毛利以吸收上升的 OPEX。

我們的觀點：中國寵物食品行業正經歷從純製造代工導向轉向自有品牌的結構性轉型。然而，這一轉型需要在品牌建設和渠道發展上進行較大投入。同時，海外及 OEM/ODM 業務增長較弱，對於支持國內市場發展所需的額外利潤貢獻有限。

乖寶的品牌化成效似乎為其相對中寵帶來一定估值溢價。兩家公司短期面臨的核心挑戰，將是如何把品牌資產轉化為利潤。整體來看，行業仍受益於產品升級、高端化和國產品牌替代。乖寶目前交易於 27 倍 FY26E 市盈率，中寵交易於 23 倍 FY26E 市盈率。（研究部）

圖 8：中寵收入及按年增長（人民幣 十億）

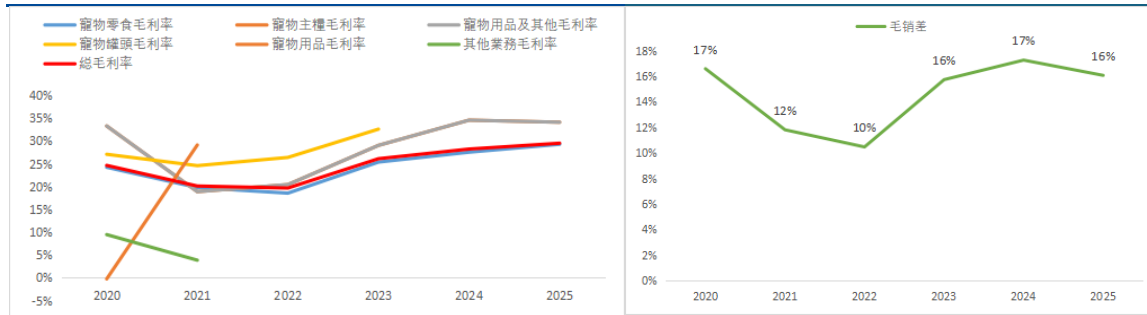
圖 9：中寵銷售模式



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 10：中寵毛利率

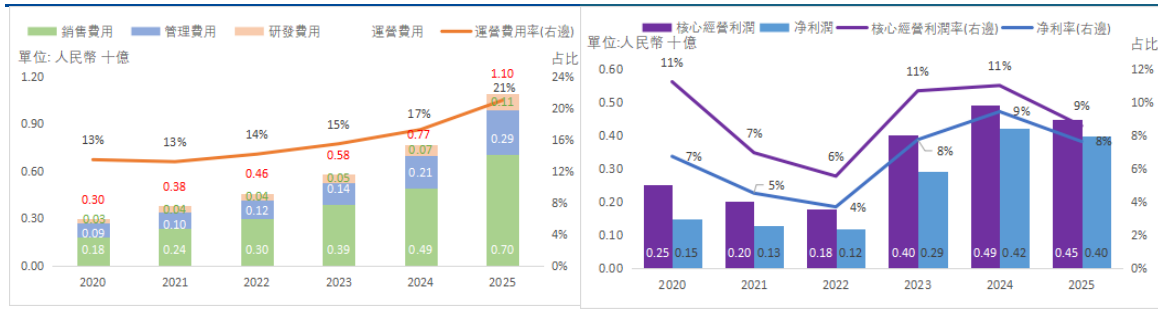
圖 11：中寵乖寶毛銷差



資料來源：公司數據，新華滙富研究

圖 12：中寵運營費用拆解(人民幣 十億)

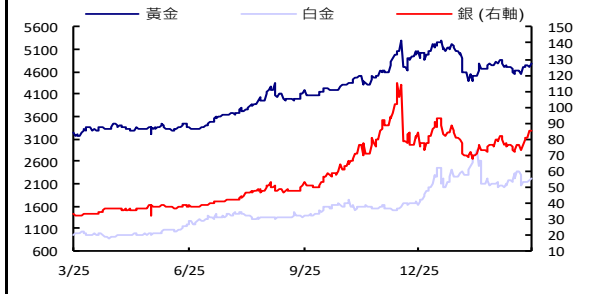
圖 13：中寵盈利（人民幣 十億）



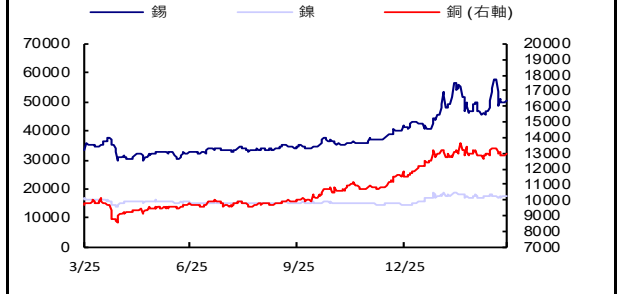
資料來源：公司數據，新華滙富研究

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

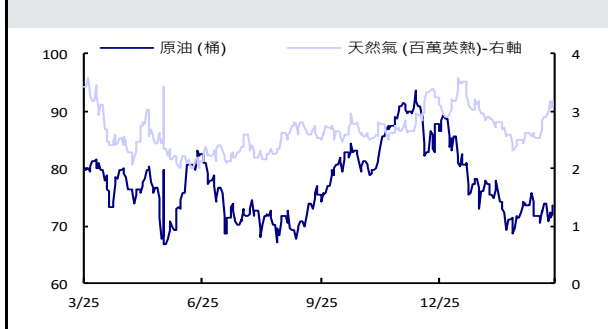
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	4729	(0.9)	(7.9)	46.5
白金 (盎司)	2169	(2.3)	6.6	124.3
銀 (盎司)	85	0.0	3.5	163.9



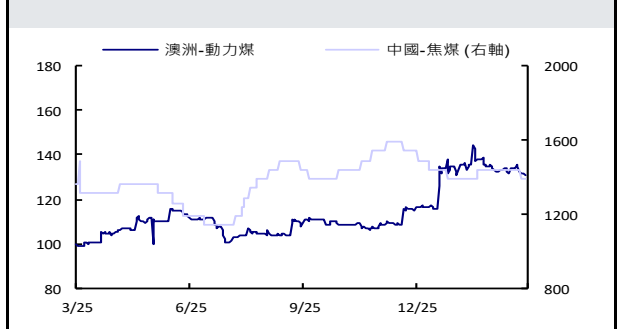
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12954	0.0	4.3	36.0
鎳 (噸)	17469	0.0	4.9	5.5
錫 (噸)	50685	0.0	25.0	55.2



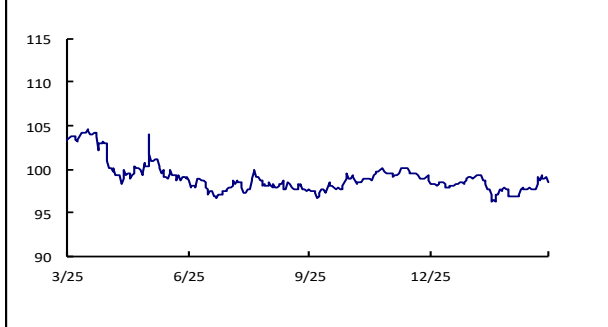
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	94.8	9.3	65.0	43.5
天然氣 (百萬英熱)	2.9	(0.5)	(0.2)	(20.2)



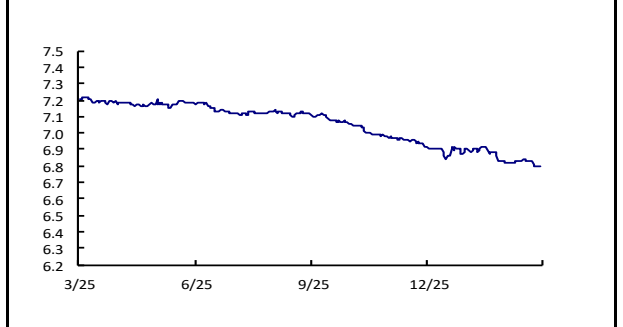
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1390.0	0.0	(3.5)	2.2
澳洲動力煤 (US\$/t)	130.9	0.0	(0.6)	31.2



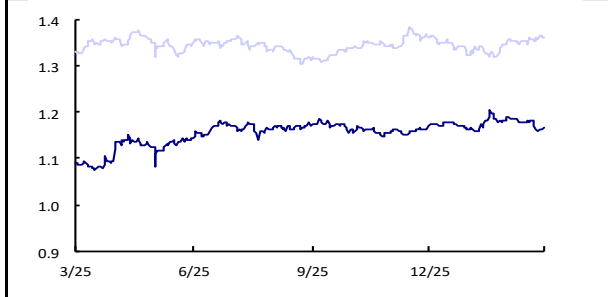
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.2	0.7	0.9	(4.5)



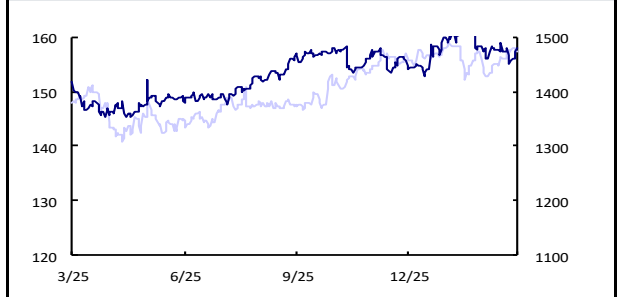
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.8	0.0	(15)	(5.7)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	(0.2)	(0.9)	7.4
英鎊	14	0.1	1.8	3.3



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.7	0.2	0.6	7.1
韓圓	1472.0	(0.5)	0.6	3.7



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
成屋銷售量	月		26年5月11日
消費者物價指數	月		26年5月12日
生產者物價指數	月		26年5月13日
首次申請失業保險金人數	週		26年5月14日
零售業銷售額	月		26年5月14日
商業庫存	月		26年5月14日
工業生產指數	月		26年5月15日
新屋開工與營建許可	月		26年5月21日
消費者信心指數	月		26年5月26日
個人收入與支出	月		26年5月28日
耐久財訂單	月		26年5月28日
國內生產毛額	季		26年5月28日
新屋銷售	月		26年5月28日
批發庫存	月		26年5月29日
採購經理人指數	月		26年6月1日
工廠訂單	月		26年6月3日
就業報告	月		26年6月5日
貿易收支	月		26年6月9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
M2貨幣供應量	月		26年5月12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
採購經理人指數	月		26年5月31日
外匯儲備	季		26年6月7日
貿易收支	月		26年6月9日
生產者物價指數	月		26年6月10日
消費者物價指數	月		26年6月10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
國內生產毛額	季		26年5月15日
失業率報告	月		26年5月19日
消費者物價指數	月		26年5月21日
貿易收支	月		26年5月28日
M2貨幣供應量	月		26年5月29日
零售業銷售額	月		26年6月2日
採購經理人指數	月		26年6月3日
外匯儲備	月		26年6月5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商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商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商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、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)可就任何發行商之證券、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商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

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