

投资评级：看好（维持）
证券研究报告 | 行业专题报告
农林牧渔
2026年6月3日



宠物行业2025&2026Q1复盘：收入利润增速背 离，外销拖累+内销转型下利润承压

证券分析师

雷 轶 S1350524110001
冯佳文 S1350524120003
顾 超 S1350524110005
联系人：李冉



2025年宠物板块呈现收入增长与利润增长的背离态势。

- 收入端：外销业务虽有所拖累，但受益于内销业务持续高增长，板块收入仍有中高速增长。
- 利润端受外销毛利率受损、销售费用率上升、汇兑损失三重挤压，归母净利率普遍下滑。
- 外销受美国加征关税及人民币升值影响，外销毛利率普遍下滑。
- 内销受益于国内养宠渗透率提升及国货品牌认可度提高，板块公司积极转型拓展内销业务，收入占比快速提升，内销毛利率持续优化。销售费用率因内销业务拓展及市场竞争加剧而普遍提升。
- 未来展望：国内宠物市场仍处于快速成长期，头部公司优势明显，资源向头部集中，“一超多强”格局下龙头未来增长确定性较强。竞争白热化，新进入者盲目入场正在退潮，行业逐渐进入优胜劣汰期。外销随着关税下调，预计2026年下半年在低基数下，有望迎来修复。

2026Q1板块呈现出增收不增利的态势，2025年以来的趋势进一步延续。

- 板块公司正处于内销品牌业务的转型发展期，内销业务发展依然较好。
- 外销承压、内销竞争加剧态势持续，在毛利率下降、内销销售费用率提升的双重压力下，净利润率进一步下降。

投资机会：关注外销拐点、内销市场优胜劣汰进程，毛利率、销售费用率有望好转带来利润端弹性。

风险提示：宠物出口汇率波动风险，原材料价格波动风险，国内市场竞争加剧的风险，企业因管理不当导致出现食品安全的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

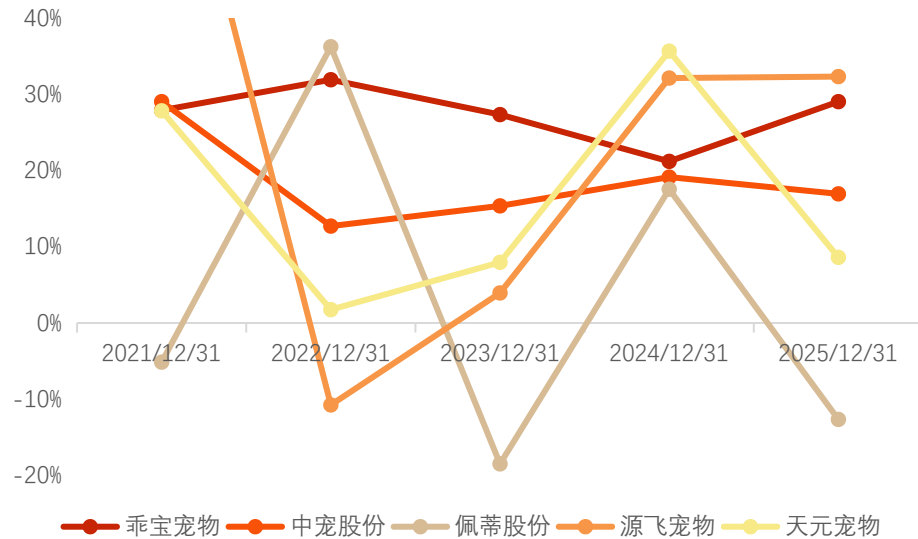


- 2025年宠物板块呈现收入增长与利润增长的背离态势。
- 收入端：外销业务虽有所拖累，但受益于内销业务持续高增长，板块收入仍有中高速增长。
- 利润端受外销毛利率受损、销售费用率上升、汇兑损失三重挤压，归母净利率普遍下滑。
- 外销受美国加征关税及人民币升值影响，外销毛利率普遍下滑。
- 内销受益于国内养宠渗透率提升及国货品牌认可度提高，板块公司积极转型拓展内销业务，收入占比快速提升，内销毛利率持续优化。销售费用率因内销业务拓展及市场竞争加剧而普遍提升。
- 未来展望：国内宠物市场仍处于快速成长期，头部公司优势明显，资源向头部集中，“一超多强”格局下龙头未来增长确定性较强。竞争白热化，新进入者盲目入场正在退潮，行业逐渐进入优胜劣汰期。外销随着关税下调，预计2026年下半年在低基数下，有望迎来修复。

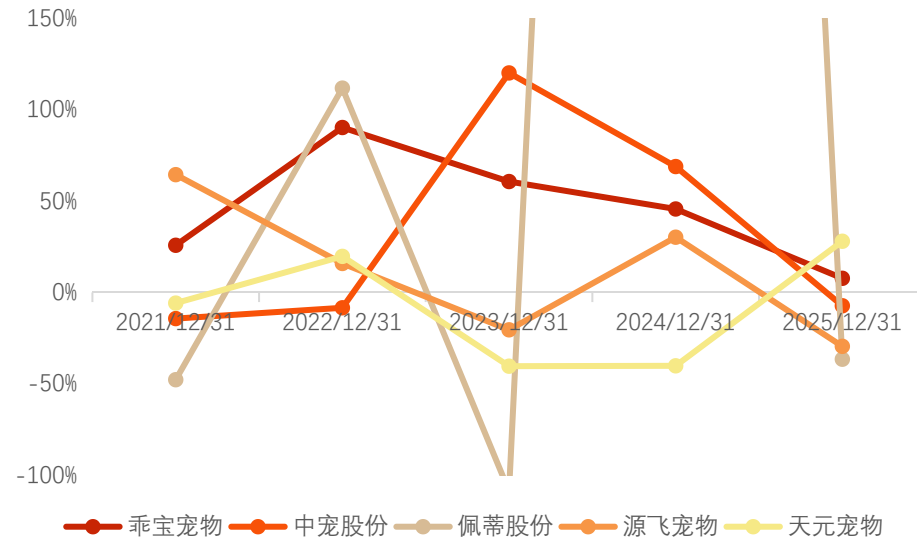
1、2025年宠物板块收入增长与利润增长背离

- 2025FY宠物板块公司收入增速大幅好于利润增速。
- 体现出利润受人民币升值、关税上升、内销竞争加剧的影响，在外销毛利率、费用率压力的双重夹击下，利润率受损。

图表：2021-2025总收入增速



图表：2021-2025归母净利润增速

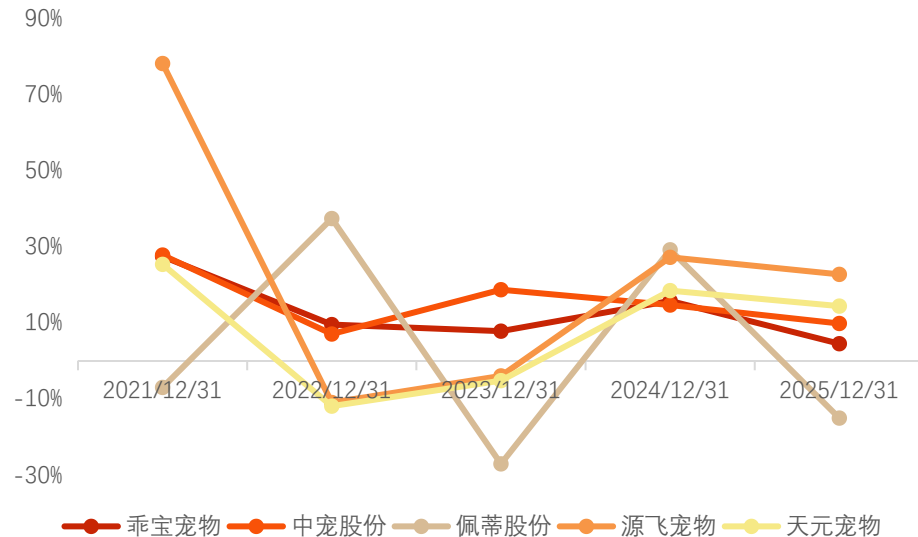


资料来源：Wind，华源证券研究所

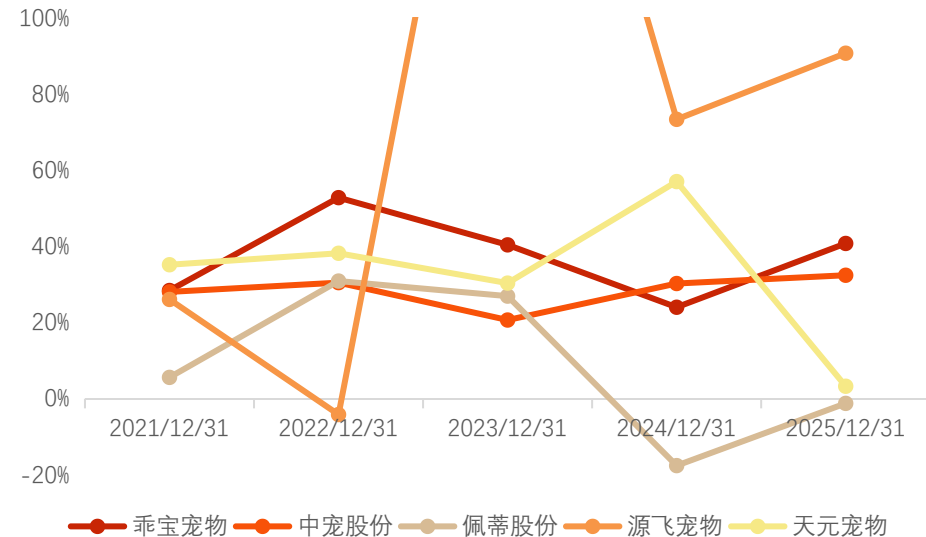
1、2025年宠物板块外销增速放缓，内销持续高增长

- 板块外销增长均不同程度的放缓，显现出美国加税对行业外销业务的冲击。
- 内销增速普遍维持正增长，其中乖宝、中宠、源飞内销增速仍在加速。

图表：2021-2025外销收入增速



图表：2021-2025内销收入增速

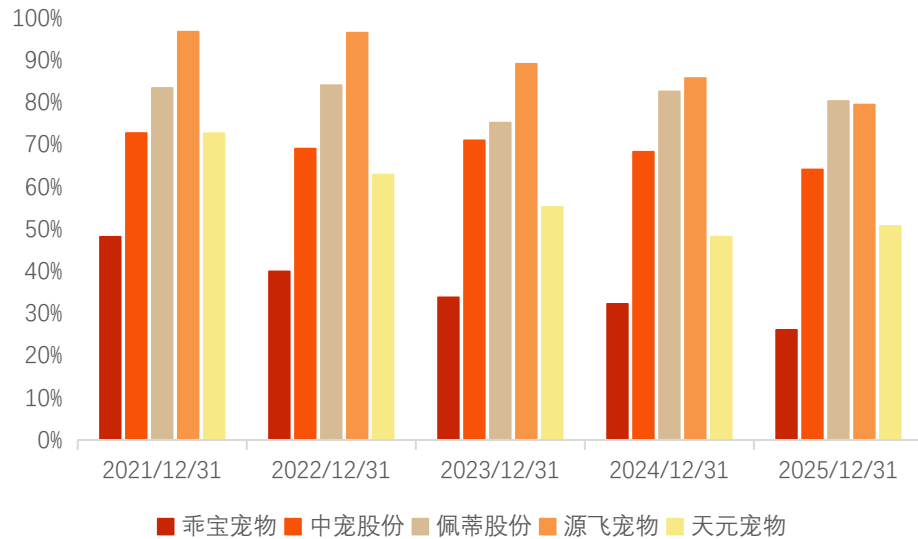


资料来源：Wind，华源证券研究所

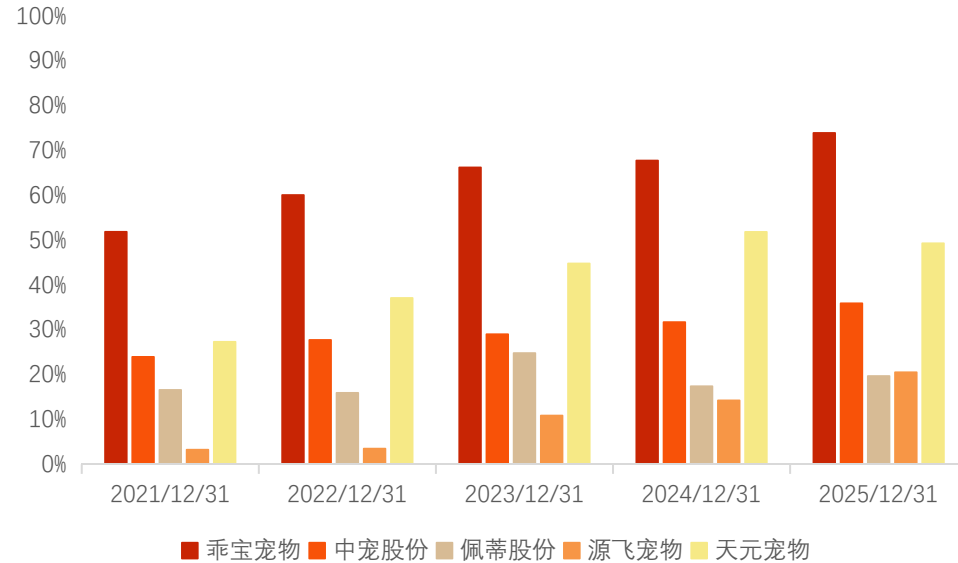
1、2025年宠物板块积极转型内销业务

- 随着国内养宠的渗透率提高、消费者对国货品牌认可度提升，板块公司在逐步加大内销业务的投入。
- 内销业务主要包括自有品牌及代理品牌销售，收入占比正在持续快速提升。

图表：2021-2025外销收入占比



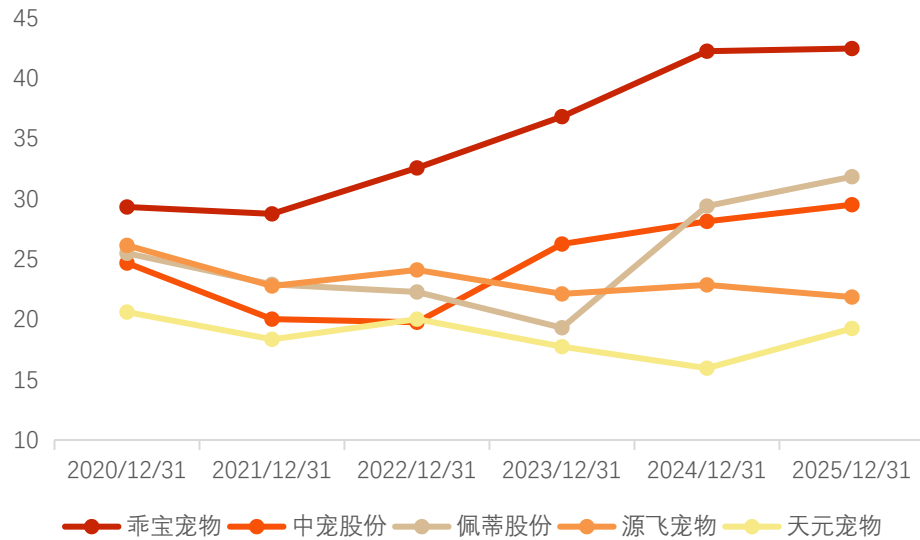
图表：2021-2025内销收入占比



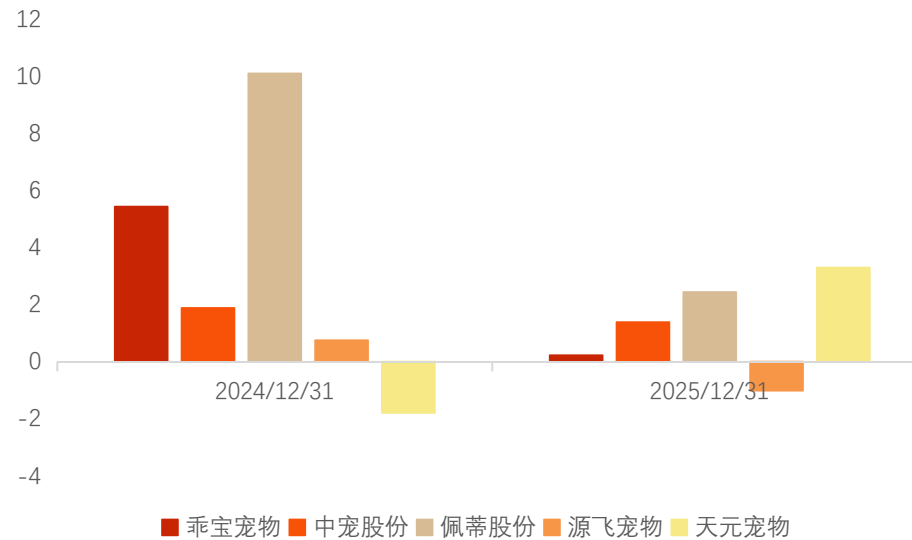
1、2025年毛利率小幅提升

■ 随着毛利率更高的内销业务占比提升，多数板块公司的毛利率在提升，但受制于外销业务毛利率的压力，2025FY的毛利率提升幅度有所放缓。

图表：2020-2025毛利率 (%)



图表：2024-2025毛利率变化 (PCTs)

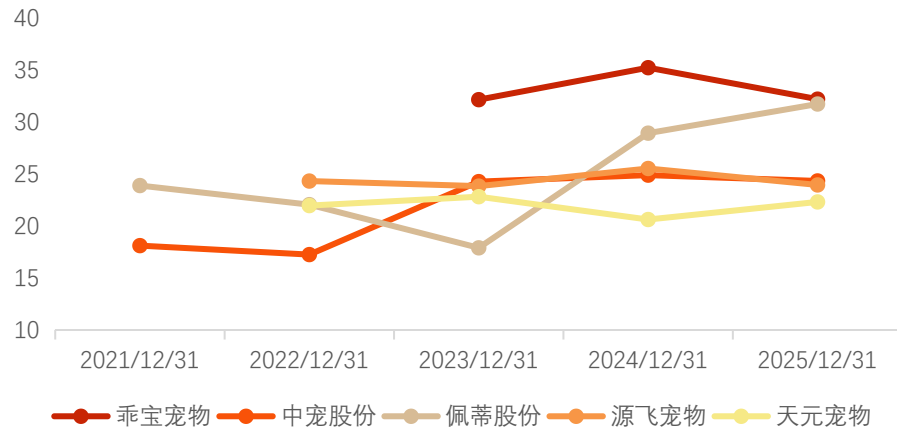


资料来源：Wind，华源证券研究所

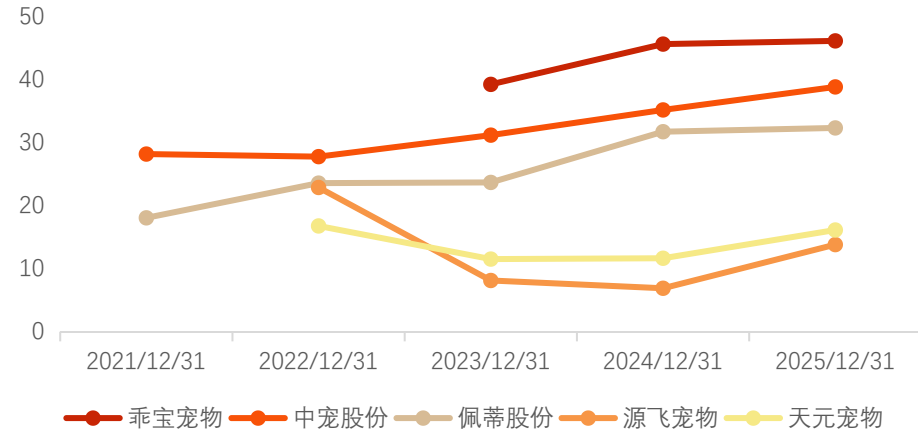
1、2025年外销毛利率受损，内销毛利率持续提升

- 2025年宠物板块外销毛利率受关税提升、人民币升值影响，大部分公司的外销毛利率较2024年有所下降。
- 内销毛利率普遍向好，提升幅度虽有分化，但整体均有提升。因板块公司普遍以外销起家，目前处于内销自有品牌快速发展期，内销产品结构优化及随着规模提升，内销毛利率处于上升期。

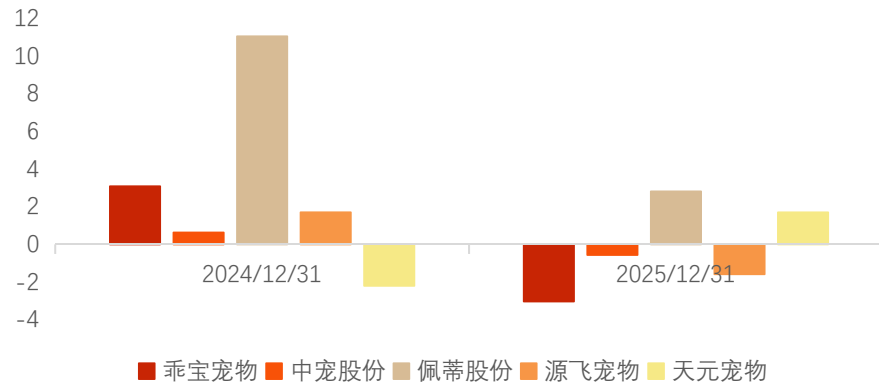
图表：2021-2025外销毛利率 (%)



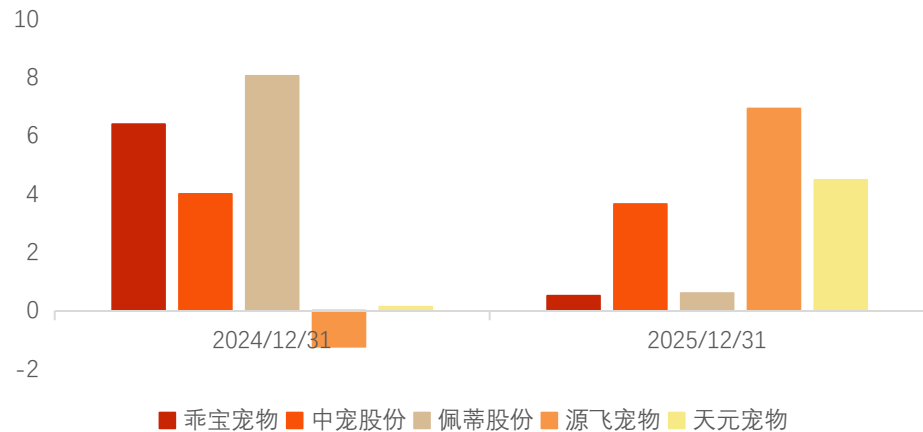
图表：2021-2025内销毛利率 (%)



图表：2024-2025外销毛利率变化 (PCTs)



图表：2024-2025内销毛利率变化 (PCTs)

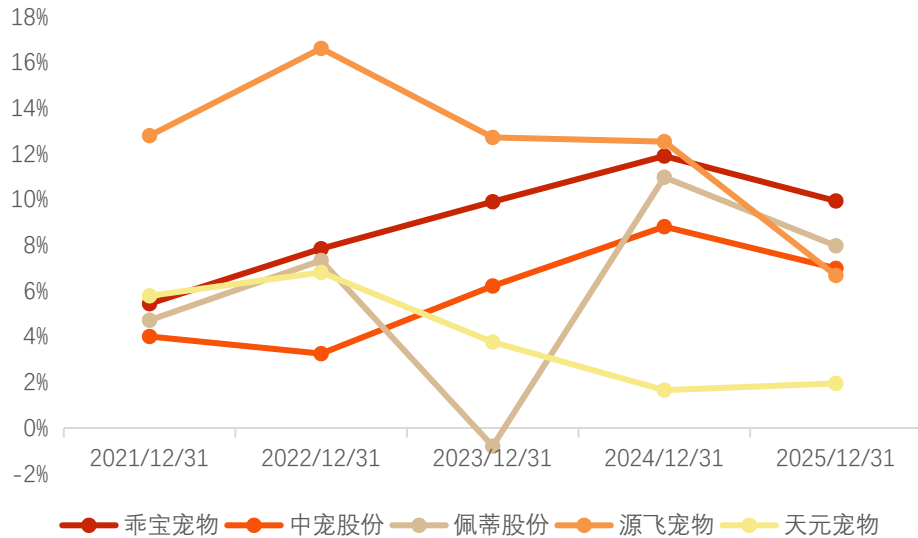




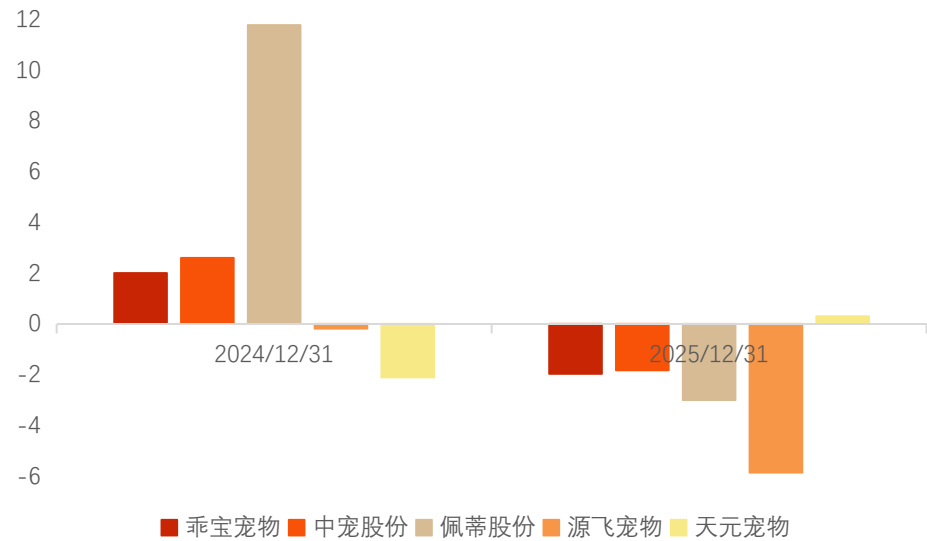
1、2025年归母净利率承压

■ 宠物板块归母净利率承压：板块大部分公司归母净利率均下降，体现出行业的盈利能力走弱。

图表：2021-2025归母净利率 (%)



图表：2024-2025归母净利率变化 (PCTs)



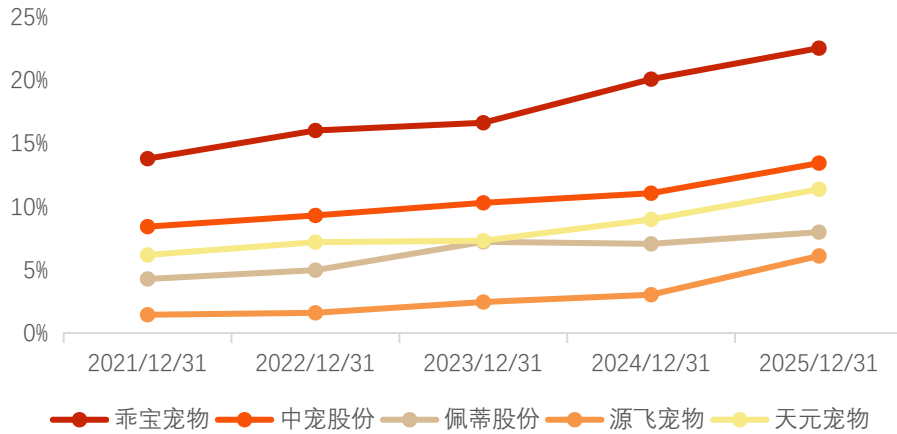
资料来源：Wind，华源证券研究所



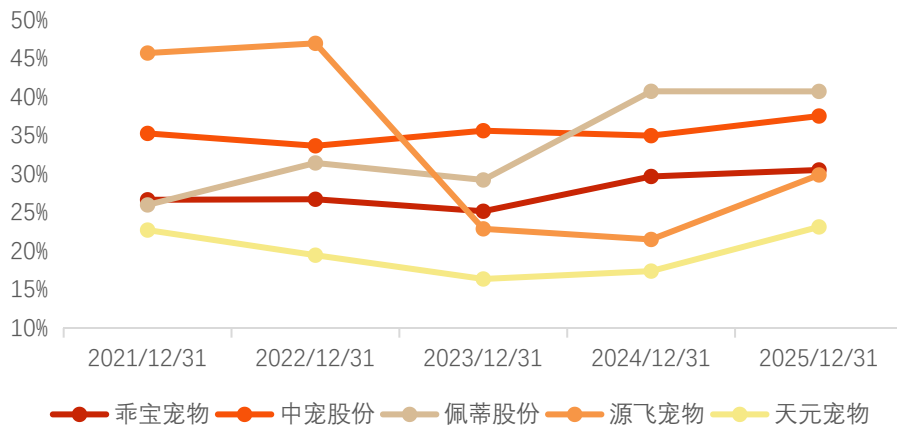
1、2025年整体销售费用率上升，主因内销业务发展

- 板块销售费用率普遍提升幅度加大，一方面因需要更多市场投入的内销业务占比提升，另一方面因为内销市场竞争加剧导致销售费用投入加大。
- 销售费用/内销收入的比率普遍上升，或体现出内销市场竞争加剧的压力。

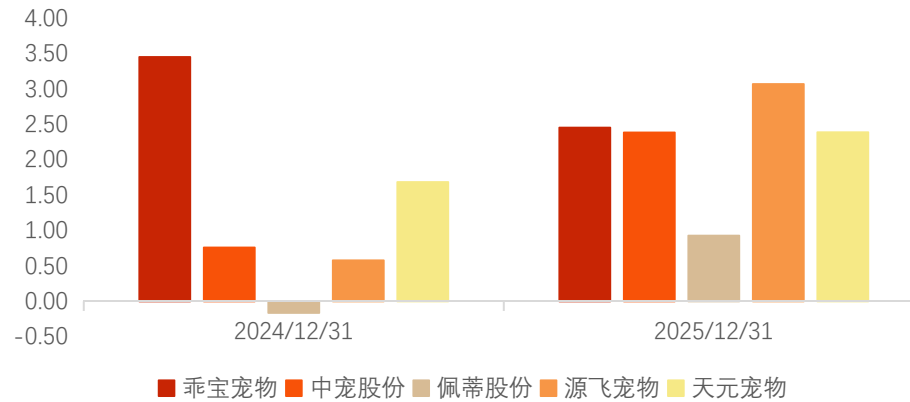
图表：2021-2025销售费用率（%）



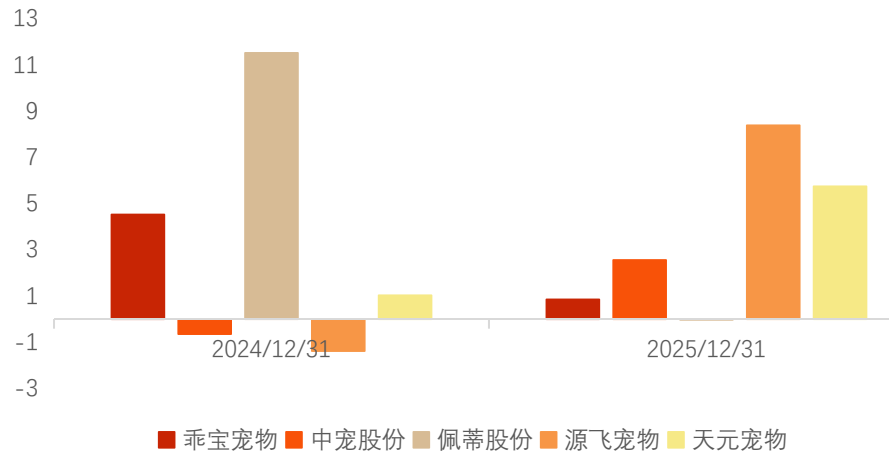
图表：2021-2025销售费用/内销收入（%）



图表：2024-2025销售费用率变化（PCTs）



图表：2024-2025销售费用/内销收入率变化（PCTs）

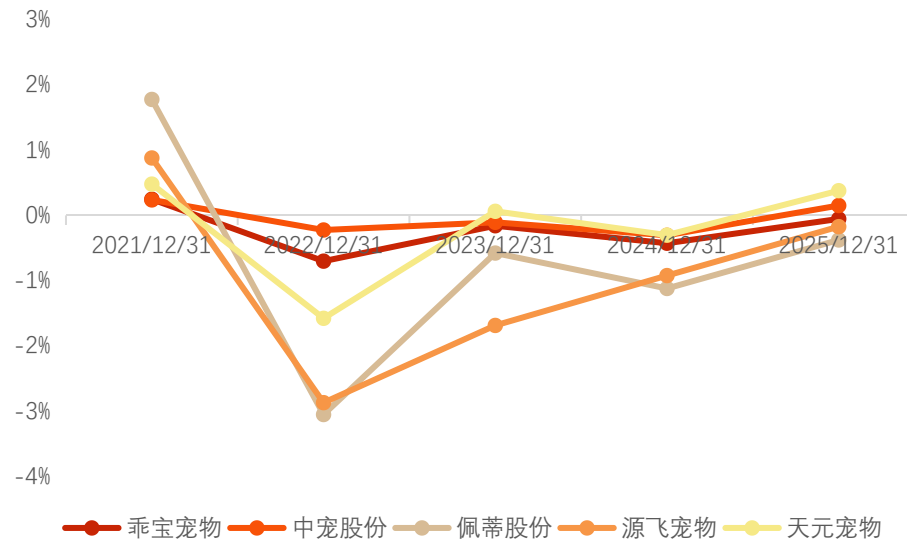




1、2025年汇兑收益受损

- 由于2025年下半年人民币汇率温和走强，板块公司因外贸业务所产生的外汇未能及时结汇，导致汇兑损益普遍由负转正（负数为收益，正数为亏损），对利润率进一步造成拖累。

图表：汇兑损益/收入（%）



资料来源：Wind，华源证券研究所



2、2026Q1 宠物板块业绩表现总结

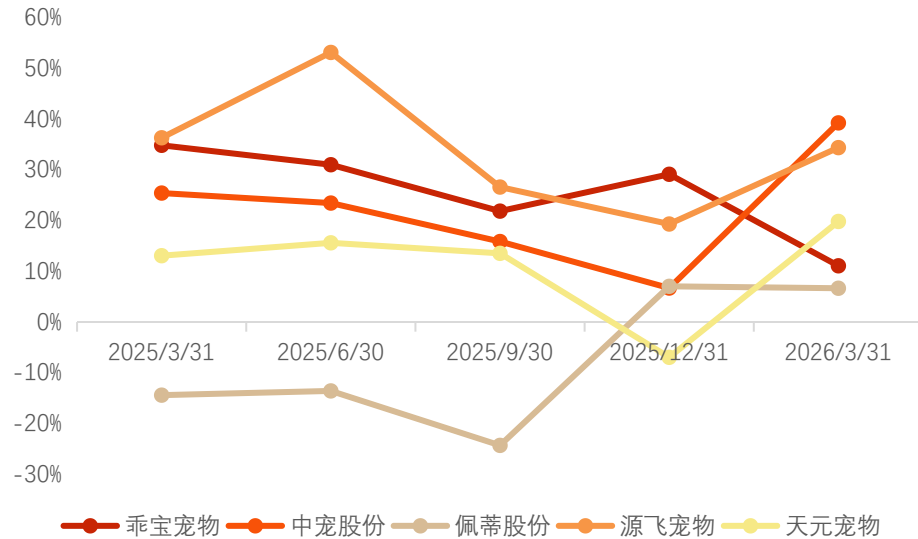
- 2026Q1 板块呈现出增收不增利的态势，2025 年以来的趋势进一步延续。
- 板块公司正处于内销品牌业务的转型发展期，内销业务发展依然较好。
- 外销承压、内销竞争加剧态势持续，在毛利率下降、内销销售费用率提升的双重压力下，净利润率进一步下降。



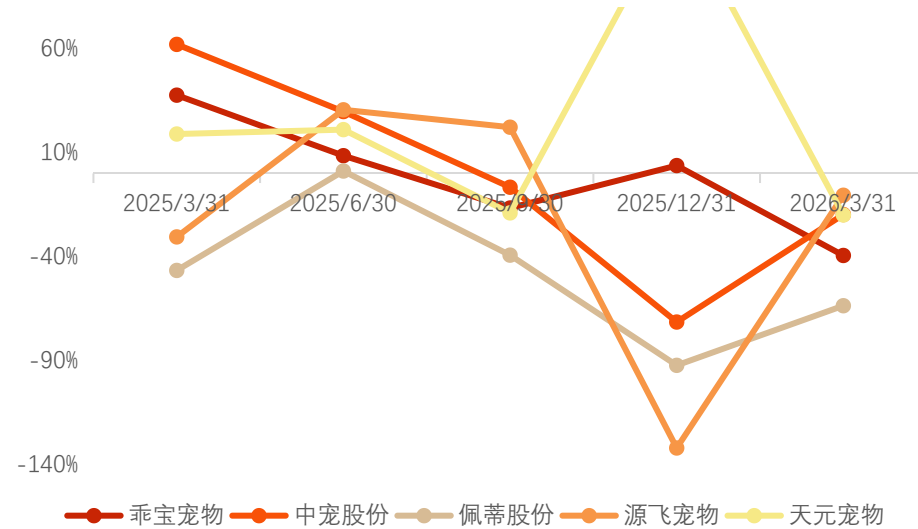
2、2026Q1：宠物板块增收不增利

- 2026Q1板块公司受益于内销业务的扩张，收入仍有中高速增长。
- 但受制于毛利率下降、费用率上升的双重压力，利润率下滑，导致归母净利润均出现下滑。

图表：单季度收入增速 (%)



图表：单季度归母净利润增速 (%)

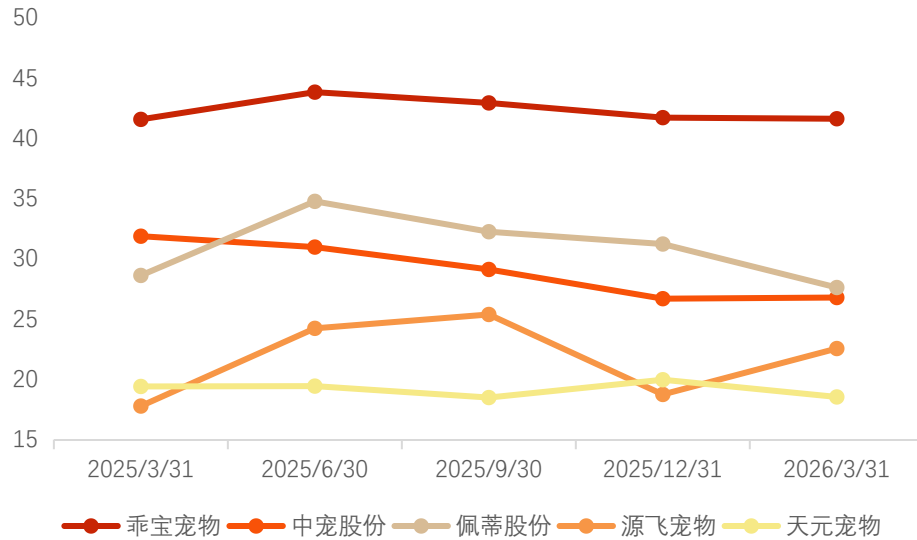


资料来源：Wind，华源证券研究所

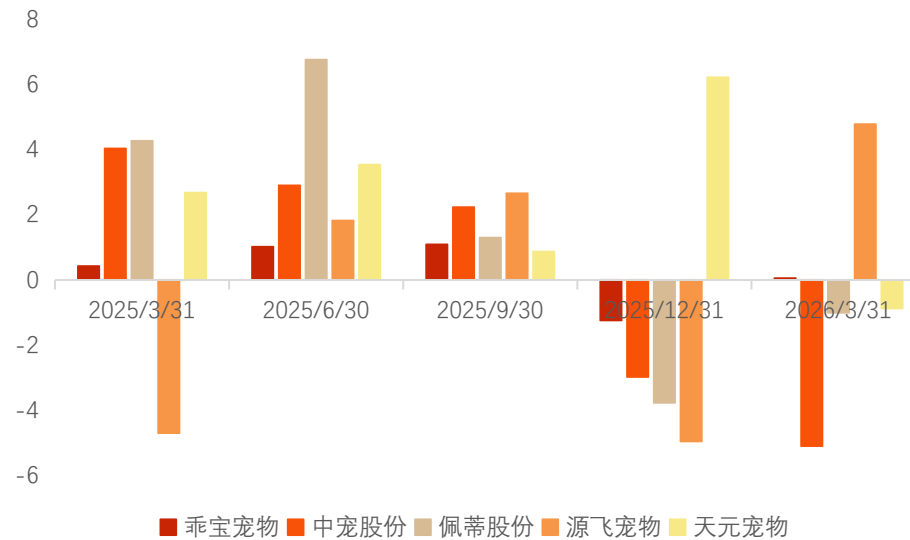


- 自2025Q4以来外销因客户下调价格、人民币升值（收入以外币计价、成本以人民币计价）影响，毛利率压力加大，大部分公司毛利率出现下滑。

图表：单季度毛利率（%）



图表：单季度毛利率变化（PCTs）

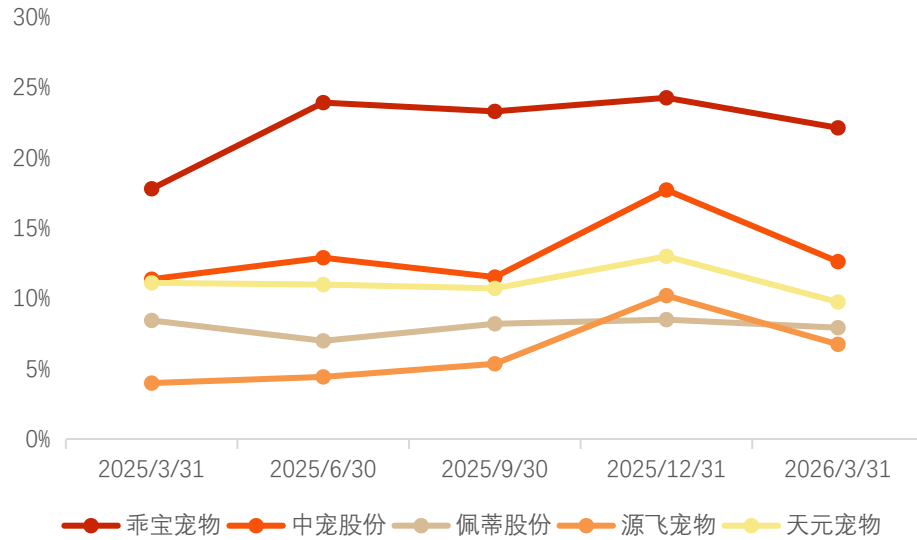




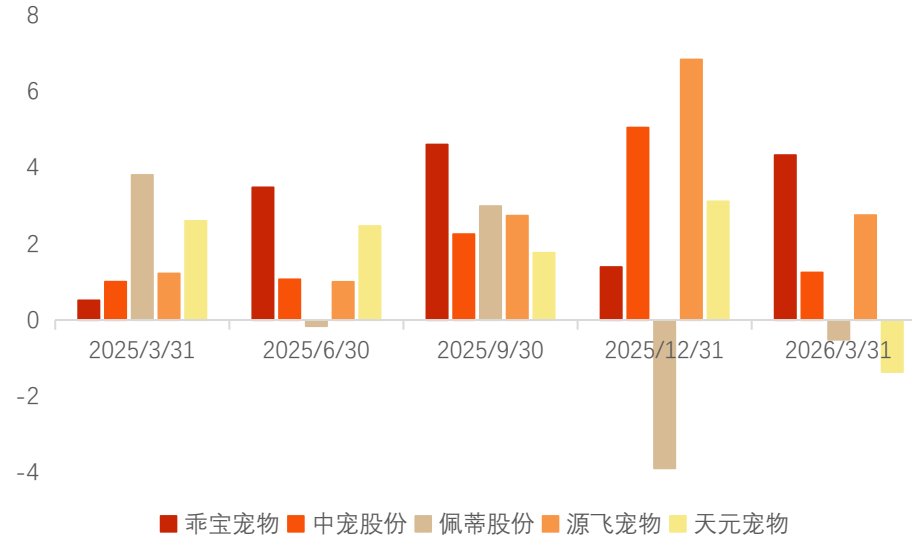
2、2026Q1：销售费用率持续提升

■ 销售费用率持续上升，2025年下半年以来，销售费用率同比显著提升。

图表：单季度销售费用率 (%)



图表：单季度销售费用率变化 (PCTs)

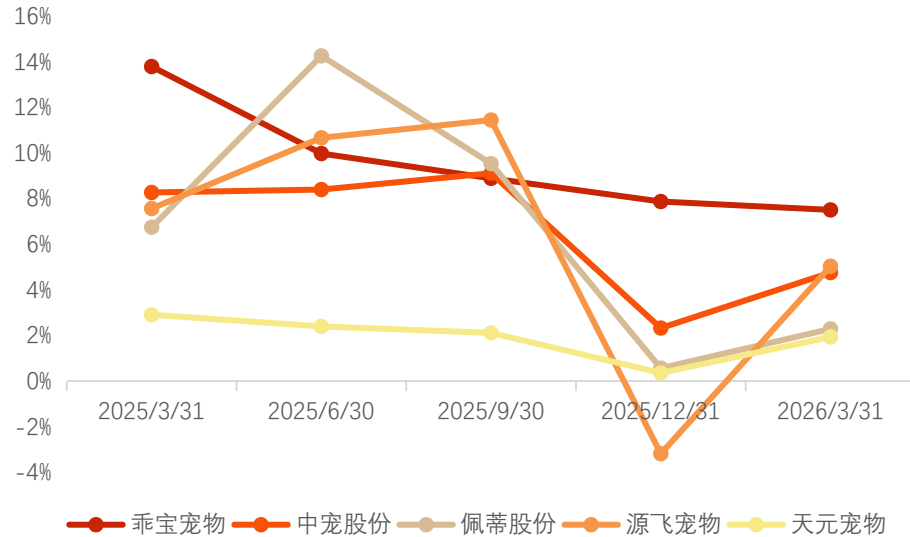




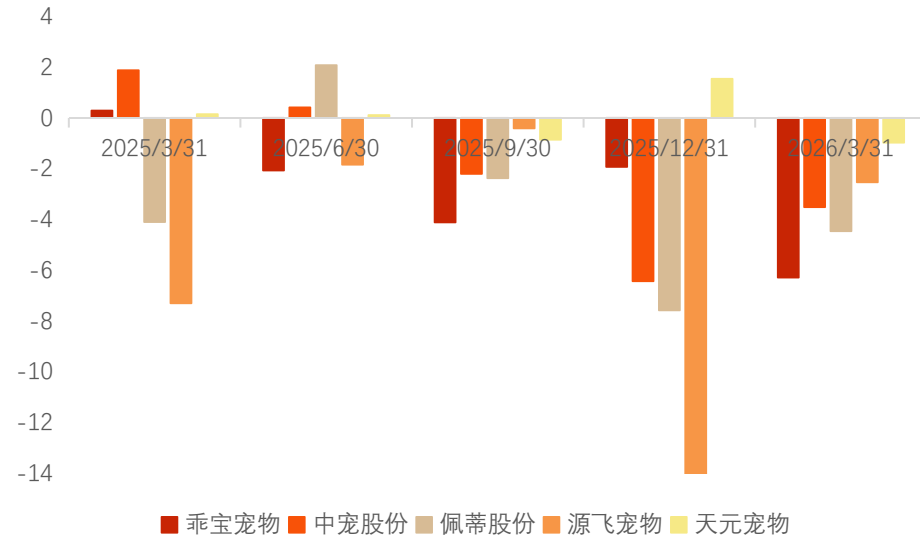
2、2026Q1：归母净利率持续下降

- 自2025年下半年以来，在毛利率、费用率的双重压力下，板块利润率下降幅度加大，2026Q1仍未能止跌。

图表：单季度归母净利率 (%)



图表：单季度归母净利率变化 (PCTs)





- **宠物出口汇率波动风险。**行业内主要公司海外市场贡献收入占比高，人民币汇率存在较大的波动风险，给行业和公司造成业绩的不确定性。
- **原材料价格波动风险。**禽肉、谷物等上游原材料是宠物食品的主要成本，原材料价格大幅上涨将影响行业盈利水平。当原材料价格出现大幅波动的情况，而公司无法将原材料上涨所产生的压力转移，所导致的经营风险。
- **国内市场竞争加剧的风险。**在国内宠物食品市场的竞争中，宠物食品行业正处于国内厂商与外资企业群雄逐鹿的大环境之中，公司如果不能加快技术创新、优化产品生产工艺、提高产品质量、拓展新的市场，将面临严峻的市场竞争格局，公司面临市场竞争加剧导致的市场开拓失败的风险。
- **企业因管理不当导致出现食品安全的风险。**行业内公司产品以宠物食品为主，若因管理不当出现食品安全风险，将大幅损害公司及行业形象。
- **全球贸易摩擦加剧的风险。**



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 股市场基准为沪深 300 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。



華源証券

HUAYUAN SECURITIES