

宠物食品渠道系列二：医院及零售门店去向何方？

报告摘要：

中国宠物线下渠道占比与美国形成显著差异。中国以小型门店为主，宠物门店及杂货类零售商的份额逐年下滑，但是宠物医院渠道占比有上升的趋势，从2015年占比6%，增长至2019年8.6%。

2018年，中国宠物医疗市场体量约253亿元，年均增速约28%。大量的资金涌入宠物医院行业，形成了以新瑞鹏为代表的大规模连锁医院。新瑞鹏店铺占有率达6.5%，第二名瑞派占有率约为2%，行业集中度仍有望提升。**连锁宠物医院的商业逻辑更清晰：**一、医疗服务是宠物的刚需；二、行业准入门槛较高，未来伴随着行业标准以及监管的趋严，集中度有望进一步提升。三、医院不会像线下零售门店受到剧烈的电商冲击。连锁医院快速扩张的必备条件是经验证的商业模式与核心医疗人才的储备。

美国宠物医疗发展更加精细化，准入门槛更高，并且与医疗相关的宠物保险、宠物体检也发展迅速。VCA作为第一大连锁医院走专业化精细化的医疗路线，第二大连锁医院Banfield性质更类似于社区宠物诊所，门店面积较小，采取以预防护理为主的诊疗模式。**目前中国宠物医疗的社区化已初步形成，未来将向专业化和标准化发展，具有资金及核心人才的医疗龙头将受益。**

中国宠物门店一直没有形成大型连锁集团，以夫妻店等社区门店为主，而宠物行业发展速度相近的韩国，已经出现了明显的大型宠物店趋势。韩国大型宠物门店的渠道占比由2010年的0.7%上升至2018年的16%。中国的宠物门店能否效仿海外零售商的成功发展经验，实现连锁化值得期待。

对比国际宠物零售龙头，以线下零售为主的宠物连锁集团增速均在放缓，但仍与整体宠物行业增速持平或略高。服务成为各大零售商关注的重点。近几年，PetSmart, PetCo, Pets at Home都在着力改善门店服务质量，增多服务类型。并且通过收购兼并等方式积极拓展医疗、线上业务板块。通过数据的获取及分析，把握市场动态，提升物流及运营效率，这也是各大公司的诉求。另外，门店的拓展速度放缓以及面积小型化也呈现出一定的趋势。

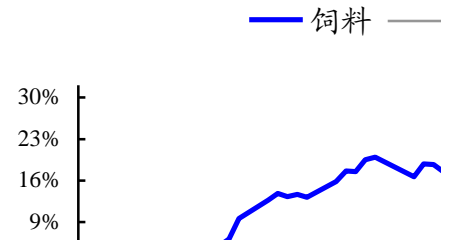
投资建议：电商渠道布局完成的中宠股份，逐步发力国内市场的佩蒂股份。

风险提示：核心客户占比大；原材料价格变动；汇率变动

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
中宠股份	20.45	0.56	0.34	0.48	58.62	60.15	42.60	买入
佩蒂股份	28.51	1.15	0.53	1.03	36.77	53.79	27.68	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-1.07%	7.75%	-22.50%
相对收益	-0.16%	4.82%	-48.40%

行业数据

成分股数量 (只)	17
总市值 (亿)	3237
流通市值 (亿)	2939
市盈率 (倍)	40.21
市净率 (倍)	4.00
成分股总营收 (亿)	3201
成分股总净利润 (亿)	73
成分股资产负债率 (%)	56.79

相关报告

《宠物食品渠道系列一：萌宠能否搭上电商快车？》

2019-03-09

《宠物市场高速发展，适口性是核心竞争力》

2018-09-11

《乘萌宠破竹之势，内资品牌步入新时代》

2018-09-03

证券分析师：李强

执业证书编号：S0550515060001
(021)20361174 liqiang@nesc.cn

研究助理：马雪薇

执业证书编号：S0550118060011
(021)20363239 maxw@nesc.cn

目 录

1. 中美宠物线下渠道构成具有显著差异	6
2. 备受资本青睐的细分领域：宠物医院	6
2.1. 中国宠物医疗随行业快速发展.....	6
2.2. 新瑞鹏整合宠物医院，医疗渠道格局初现.....	8
2.3. 中国宠医面临极大缺口，宠物医疗政策有待规范.....	11
3. 海外连锁医疗的发展	12
3.1. 美国宠物医院龙头 VCA	13
3.2. 入驻 PetSmart 的次龙头 Banfield	14
3.3. 宠物食品公司借助医疗渠道进行品牌及产品宣传.....	15
4. 亟待连锁化的渠道：宠物门店	16
5. 海外宠物零售商的发展	19
5.1. 美国宠物专营零售龙头：PetSmart.....	19
5.2. 美国第二大宠物专营零售商：PetCo	21
5.3. 英国宠物零售行业龙头：Pets at Home.....	23
5.4. 澳洲市场零售商巨头：Greencross	26
5.5. 专攻线上的欧洲第二大宠物用品服务商：Zooplus.....	28

图目录

图 1: 2019 中美宠物零售线上线下渠道划分	6
图 2: 2015-2019 中国线下渠道划分占比 (%)	6
图 3: 2015-2019 美国线下渠道划分占比 (%)	6
图 4: 中国宠物市场划分	7
图 5: 宠物医院零售收入与医疗收入占比	7
图 6: 宠物主人在医院的消费类型	7
图 7: 宠主购买宠物医疗服务时的考虑因素 (%)	8
图 8: 宠主对医疗服务不满意的原因 (%)	8
图 9: 新瑞鹏、瑞派和其他店铺占有率	9
图 10: 瑞鹏 14-17 年营收及利润	9
图 11: 瑞鹏 2017 年业绩拆分	9
图 12: 新瑞鹏集团医院体系	10
图 13: 2015-2019 执业兽医师报考人数及通过率变化	11
图 14: 我国兽医兽药相关政策梳理	12
图 15: 中美宠物数量对比	12
图 16: 中美单只宠物消费能力对比 (CNY)	12
图 17: 中美宠物医疗市场占比	13
图 18: VCA 发展历史	13
图 19: VCA 近 5 年营收规模及增速	14
图 20: VCA 近 5 年毛利率及净利率	14
图 21: Banfield 重大事件	15
图 22: 宠主最期待的宠物医院服务	16
图 23: 韩国大型宠物店渠道占比 (%)	16
图 24: 宠主是否光顾线下店铺 (%)	17
图 25: 宠主光顾线下店铺的频率 (%)	17
图 26: 宠主光临线下门店类型占比 (%)	17
图 27: 宠主选择的宠物洗澡美容方式 (%)	18
图 28: 宠主选择宠物洗美机构时的考虑因素 (%)	18
图 29: 宠物医生从业经验	18
图 30: 宠物美容师从业经验	18
图 31: 1992-2000 年收入 (百万美元) 及增速	20
图 32: 2001-2008 年收入 (百万美元) 及增速	20
图 33: 2009-2014 年收入 (百万美元) 及增速	21
图 34: PetSmart 店铺拓展速度	21
图 35: PetSmart 分业务增速	21
图 36: PetSmart 毛利率及净利率	21
图 37: PetCo 收入及增速	22
图 38: PetCo 毛利率及 EBITDA%	22
图 39: PetCo 门店数量及增长	22
图 40: PetCo 年坪效及可比销售增速	22
图 41: PetCo 业务占比 (FY14)	23
图 42: PetSmart 业务占比 (FY14)	23

图 43: 英国宠物细分市场占比	23
图 44: Pets at Home 年收入及增速	24
图 45: Pets at Home 毛利率及净利率	24
图 46: Pets at Home 业务占比 (FY2019)	24
图 47: Pets at Home 细分业务增速	24
图 48: Pets at Home 医疗业务收入构成	25
图 49: Pets at Home 零售业务收入构成	25
图 50: Pets at Home 拓店速度	25
图 51: Pets at Home 测算宠物年均消费和消费项目之间的关联性 (英镑)	26
图 52: Greencross 收入及增速 (百万澳元)	27
图 53: Greencross 毛利率和净利率	27
图 54: Greencross 近三年分业务 EBITDA%	27
图 55: Zooplus 业务范围及进入年份	28
图 56: Zooplus 营收及增速 (百万欧元)	29
图 57: Zooplus 毛利率及 EBT%	29
图 58: Zooplus 平台提供较为完整的产品信息	30
图 59: Zooplus 近 5 年公司活跃用户数及增速	30
图 60: Zooplus 获客成本及活跃用户年均消费额	30

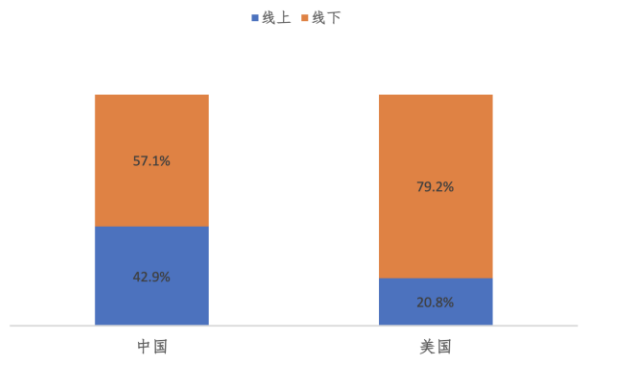
表目录

表 1: 瑞鹏 14-15 年主营业务参考毛利率	10
表 2: VCA2016 年业务构成	14
表 3: 举例宠物门店营收、利润、业务结构、回本情况	19
表 4: 海外宠物连锁渠道对比 (美元)	19
表 5: Greencross 服务点数量	28

1. 中美宠物线下渠道构成具有显著差异

我们在《宠物食品渠道系列一：萌宠能否搭上电商快车？》中，对于各国宠物电商渠道发展差异的原因做了具体的阐述。尽管中国的线下渠道占比一直在收缩，但是仍然占比过半，并且受益于宠物行业的快速发展，从绝对金额上看，近5年线下渠道仍然实现了年均19%的增长。所以，中国线下渠道的未来发展仍然是值得关注的。

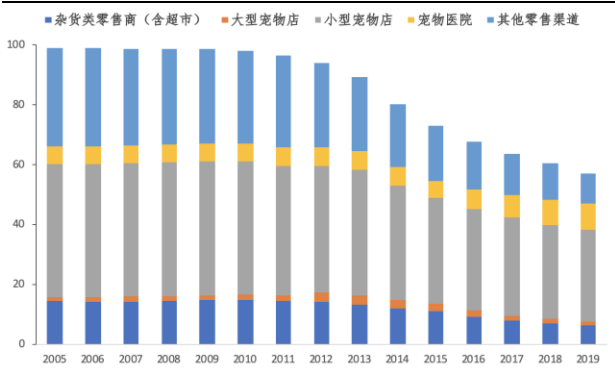
图 1：2019 中美宠物零售线上线下载道划分



数据来源：东北证券，Bloomberg

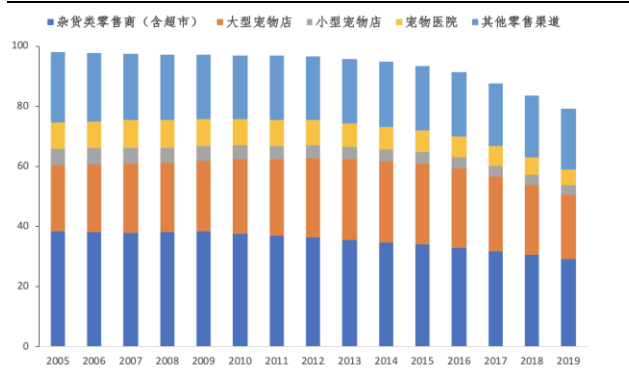
中美的宠物线下渠道划分有很大区别：中国线下以小型宠物店为主，而美国以杂货类零售商和大型宠物店为主。这与两国宠物数量、养宠密度、消费习惯有较大关系。从趋势上看，中国宠物门店及杂货类零售商的份额受电商渠道影响较大，占比逐年下滑。但是，宠物医院渠道占比有上升的趋势，从2015年占比6%，增长至2019年8.6%。大型宠物店在2012年前后有一定发展，但一直占比较小，没有形成规模。

图 2：2015-2019 中国线下渠道划分占比 (%)



数据来源：东北证券，Bloomberg

图 3：2015-2019 美国线下渠道划分占比 (%)



数据来源：东北证券，Bloomberg

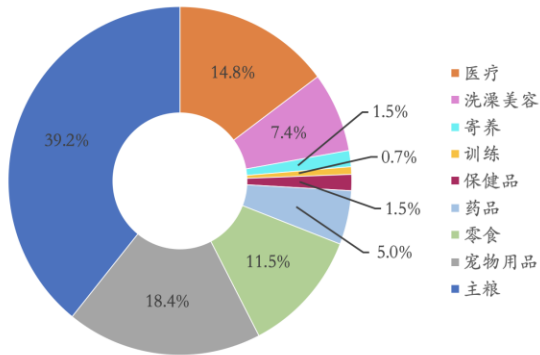
本文将主要分析中国宠物医院以及宠物门店两个宠物专业渠道，着重分析两个渠道目前的盈利状况以及发展趋势，并且对标海外公司，探究中国线下零售的可发展路径。

2. 备受资本青睐的细分领域：宠物医院

2.1. 中国宠物医疗随行业快速发展

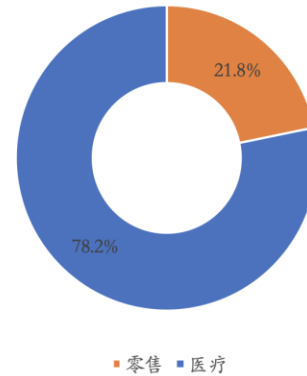
2018年，中国宠物行业规模达1708亿元，宠物医疗占到整个宠物市场约14.8%，体量约253亿元，年均增速约28%。宠物医院实现的零售收入约为55.8亿人民币，医疗相关收入近200亿元。近年我国宠物医院数量大幅增加，2018年注册增加1373家，总数量为1.7-2万家，但是近80%的医院仍以30-50平米的非正规小店为主。

图 4: 中国宠物市场划分



数据来源：东北证券，《2018年中国宠物行业白皮书》

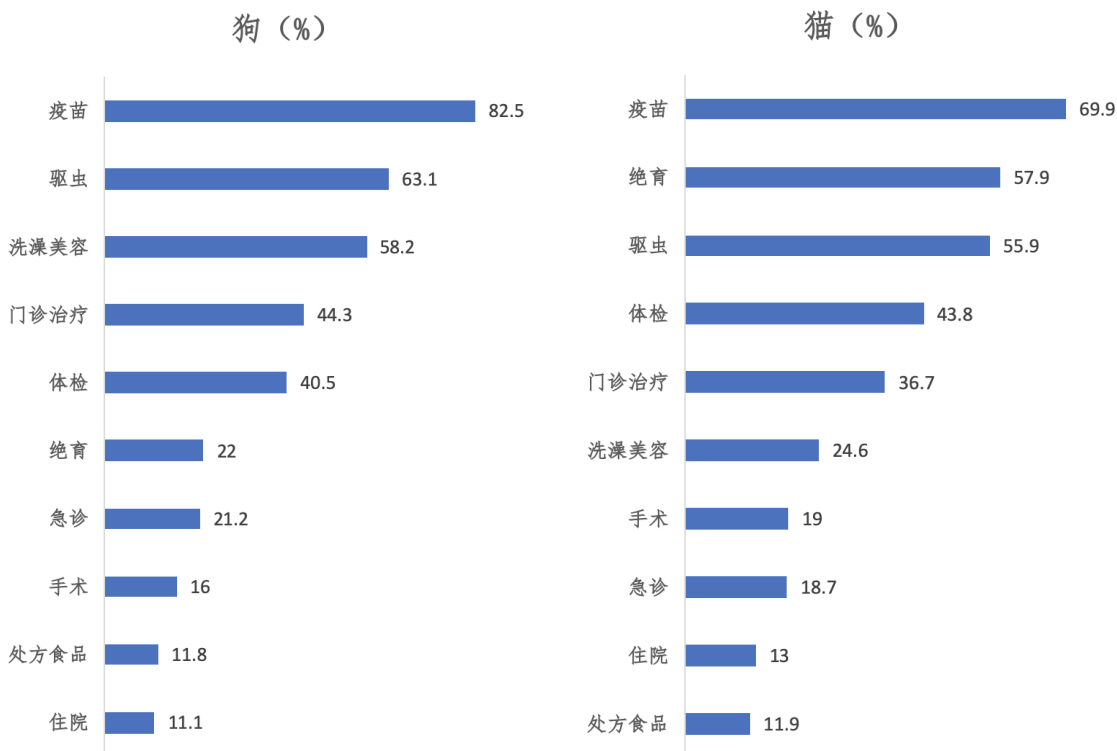
图 5: 宠物医院零售收入与医疗收入占比



数据来源：东北证券，《2018年中国宠物行业白皮书》

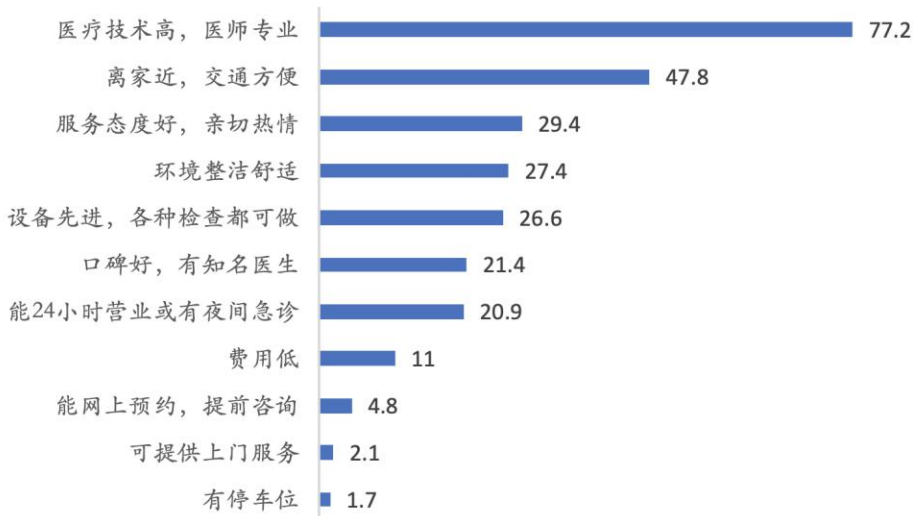
宠主在宠物医院的消费以疫苗、驱虫、绝育等需求为主导，其中疫苗需求作为刚需，消费比例最高。宠主选择宠物医疗服务时，主要考虑医疗技术以及交通方便。对于医疗服务不满的地方主要是价格不透明、专业水平的参差不齐，这对于医疗门店的要求是向标准化、社区化以及专业化发展。

图 6: 宠物主人在医院的消费类型



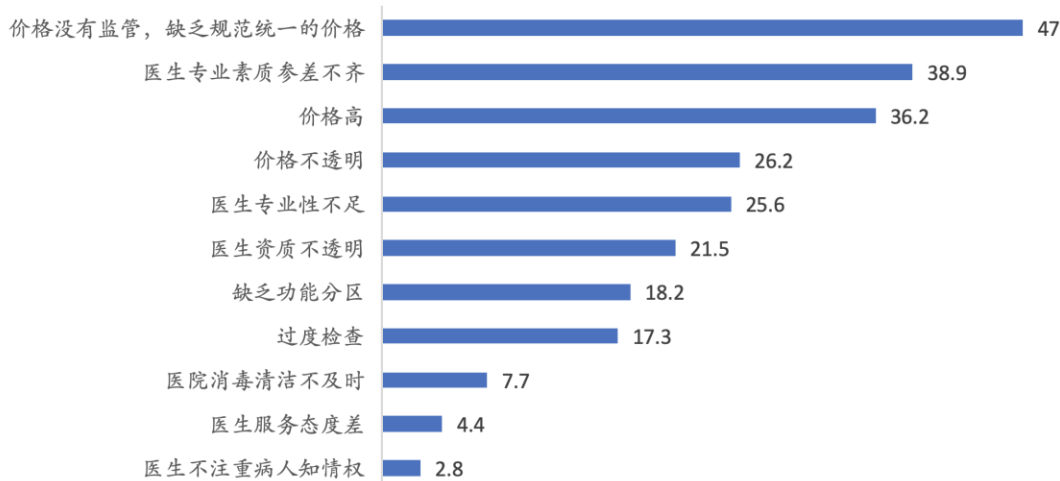
数据来源：东北证券，《2018年中国宠物行业白皮书》

图 7: 宠主购买宠物医疗服务时的考虑因素 (%)



数据来源: 东北证券, 《2018年中国宠物行业白皮书》

图 8: 宠主对医疗服务不满意的原因 (%)

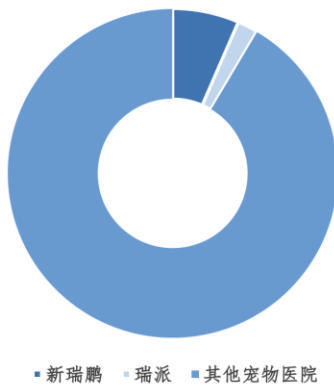


数据来源: 东北证券, 《2018年中国宠物行业白皮书》

2.2. 新瑞鹏整合宠物医院, 医疗渠道格局初现

我国目前宠物医院的格局已经初步形成。原有的三大连锁体系: 高瓴、瑞鹏、瑞派中排名第一、第二的高瓴和瑞鹏进行整合, 成立新瑞鹏集团, 一跃成为医疗行业独角兽。目前, 中国宠物医院中, 新瑞鹏集团店铺占有率约为 6.5%, 瑞派占有率约为 2%, 行业集中度仍有望提升。

图 9: 新瑞鹏、瑞派和其他店铺占有率

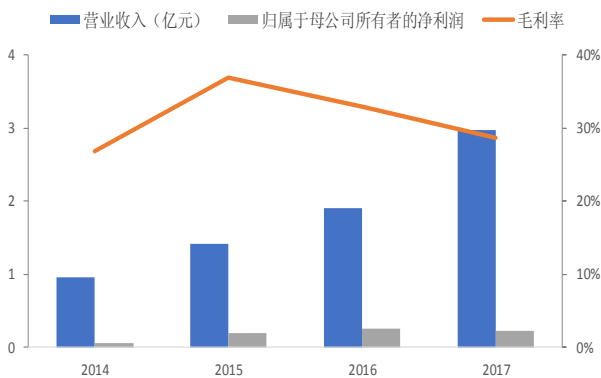


数据来源: 东北证券, 宠物行业观察

回顾瑞鹏的成长历程, 在 2014-2017 年, “老” 瑞鹏集团依靠开店、收购, 实现营收逐年增长。但是, 毛利率自 2015 年高点后出现连续下滑, 17 年毛利率较 2014 年仅提升 1.8%, 其净利润也于 2017 年出现小幅下滑, 主因系宠物医疗行业内收购兼并的交易成本不断上涨。同时, 由于行业竞争的加剧也使得运营成本增加。

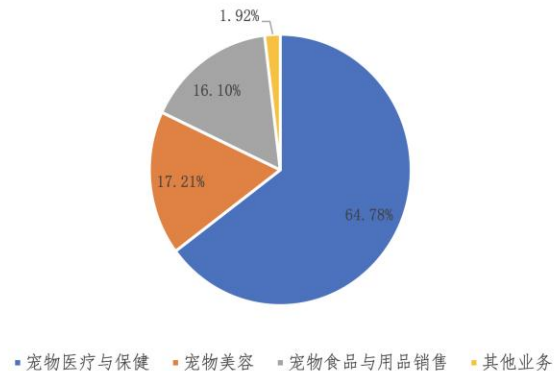
在业务构成方面, 瑞鹏集团营业收入主要来自宠物医疗与保健、宠物美容、宠物食品与用品销售三大部分。其中, 宠物医疗与保健业务作为刚需, 构成瑞鹏过半的营业收入, 而宠物美容自 2016 年以来超越宠物食品与用品销售成为集团的第二大业务。

图 10: 瑞鹏 14-17 年营收及利润



数据来源: 东北证券, wind

图 11: 瑞鹏 2017 年业绩拆分



数据来源: 东北证券, wind

在三大业务中, 宠物美容保持着约 50% 的突出毛利率水平。宠物食品与用品销售由于占门店面积较高, 并且销售的皇家、玛氏等知名品牌产品利润率较低, 销售利润难以覆盖高昂的租金和人力成本, 出现了盈利困难的局面。

表 1: 瑞鹏 14-15 年主营业务参考毛利率

	2014	2015
宠物医疗与保健	34.96	43.80
宠物美容	48.92	52.17
宠物食品用品销售	-9.01	-1.30
合计	26.88	36.87

数据来源: 东北证券, wind

公司门店数量由 2016 年的 68 家上升到目前的 1680 家, 营收也从 1.9 亿元增长至近 50 亿元。整体来看, 瑞鹏的门店扩张速度与营收增长速度相一致, 成为了公司营收增长的核心驱动力。

瑞鹏快速扩张的核心优势是经验证的商业模式与核心人才的储备。新瑞鹏医院的整合围绕“1+P+C”的业务发展模式逐步推进, 即“中心医院+专科医院+社区医院”。中心医院主要指面积在 2000 平方米以上的大型医院, 如美联众合转诊中心医院、芭比堂中心医院、顽皮家族中心医院等, 基本分布在一线城市, 设备齐全, 能够支持大型手术。专科医院主要有纳吉亚猫专科、凯特喵喵专科等。

图 12: 新瑞鹏集团医院体系



数据来源: 东北证券, 宠业家

公司不断加强与各高校合作, 建立人才无缝对接机制, 保证公司在快速扩张的背景下人才梯队能够紧紧跟上。同时, 公司也设立了瑞鹏学院和维特临床兽医培训中心, 进一步完善了公司的兽医人才培育体系。合理的薪酬以及持股激励也能够防止核心人才流失。

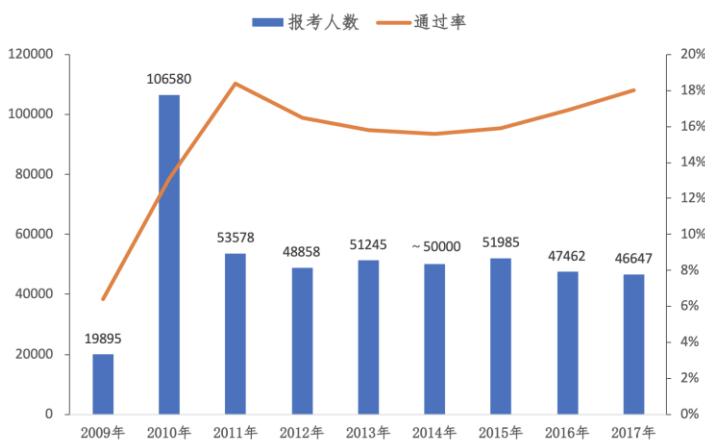
相对于类超市的线下门店, 连锁宠物医院的商业逻辑更清晰。一方面医疗服务是宠物主人的刚需, 另一方面行业准入门槛较高, 未来伴随着行业标准以及监管的趋严, 集中度有望进一步提升。同时, 医院也不会像线下零售受到电商冲击。所以大量的资金涌入宠物医院行业, 形成了以新瑞鹏为代表的大规模连锁医院。未来, 国内的

宠物连锁医院也可以切入门店形式，形成类似于 PetSmart 一样的全方位宠物服务机构。

2.3. 中国宠医面临极大缺口，宠物医疗政策有待规范

按行业惯例，大约 300-400 只宠物需要配备一个兽医，每个宠物医院至少配备 3 名执业兽医师。目前我国宠物猫狗数量近 1 亿只，对于兽医的需求量约为 25 万名。但是，目前我国通过兽医考试的人数仅为 10 万人，除了宠物之外还要覆盖其他类型的动物医疗需求，存在巨大的人才缺口。每年兽医师报考人数在 4-5 万人之间，但通过率不到 18%。

图 13: 2015-2019 执业兽医师报考人数及通过率变化



数据来源：东北证券，中国兽医协会

尽管我国兽医兽药相关管理条例及办法在逐步规范化，但由于整个行业规模仍然较小，没有受到重视。监督管理的缺失导致很多条例和法规实施不到位，宠物医院的乱象仍然没有得到根治，仍存在超范围经营、违规操作、乱收费、医师专业水平较低等现象。未来随着行业发展，各项政策规定以及行业准则的实施有望落实。

图 14: 我国兽医兽药相关政策梳理

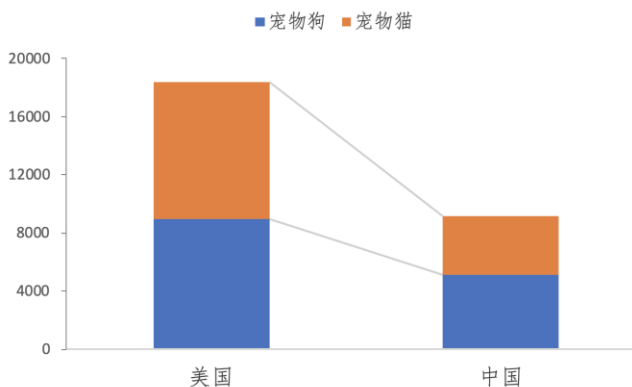
颁发时间	政策法规	主要内容
1997	《中华人民共和国动物防疫法》	国家对动物疫病防治采取预防为主方针, 加强对动物防疫活动的管理, 预防、控制和扑灭动物疫病; 种用、乳用动物和宠物应当符合国务院兽医主管部门规定的健康标准
2004	《兽药管理条例》	加强对兽药研制、生产、经营、进出口、使用的监督管理。经营兽药的企业, 应当向市、县人民政府兽医行政管理部门申请兽药经营许可证; 经营兽用生物制品的企业, 应当向省、自治区、直辖市人民政府兽医行政管理部门申请兽药经营许可证
2008	《执业兽医管理办法》	国家实行执业兽医资格考试制度, 具有兽医相关专业大学专科以上学历的, 可申请参加执业兽医考试; 从事动物医疗的, 还应向当地县级人民政府兽医主管部门申请注册
2009	《动物诊疗机构管理办法》	国家实行动物诊疗许可制度, 从事动物诊疗活动的机构, 应当取得动物诊疗许可证, 有固定的动物诊疗场所; 动物诊疗场所不少于 200 米, 须具有 1 名以上取得执业兽医资格证书的人员
2010	《动物防疫条件审核管理办法》	规范动物防疫条件审查, 预防控制动物疫病, 维护公共卫生安全
2010	《兽医经营质量管理规范》	加强兽药管理, 保证兽药质量, 防止动物疫病, 维护人体健康
2011	《农业部关于推进执业兽医制度建设工作的意见》	建立健全执业兽医资格准入制度、执业兽医注册管理制度、执业兽医从业管理制度; 加强对执业兽医持续教育培训, 提升执业兽医能力
2013	《兽用处方药和非处方药管理办法》	实行兽药分类管理(处方药和非处方药), 促进兽药临床合理用药, 保障动物产品安全
2014	农业部开展 2014 年动物诊疗机构清理整顿工作	清理整顿动物诊疗机构非法设立现象; 动物诊疗机构不规范从业现象; 执业兽医违法从业现象
2015	《中华人民共和国动物防疫法 2015》	设立宠物诊疗机构必须取得当地卫生监督机构颁发的许可证, 应有 3 名以上注册的执业兽医和 3 名以上注册的兽医助理执业人员, 室内使用面积应大于 120 平方米
2016	《全国兽医卫生事业发展规划征求意见稿(2016-2020)》	深化兽医管理体制机制改革; 加强兽医卫生法治建设; 提高动物疫病防治能力; 加强动物产品质量安全管理; 推动兽药产业转型升级; 强化兽医科技创新能力
2018	《2018 兽医工作要点》	落实国务院“放管服”改革精神, 切实做好兽药行政许可审批工作。严格兽药生产企业准入审查; 加强执业兽医、乡村兽医准入和从业管理

数据来源: 东北证券, 农业部

3. 海外连锁医疗的发展

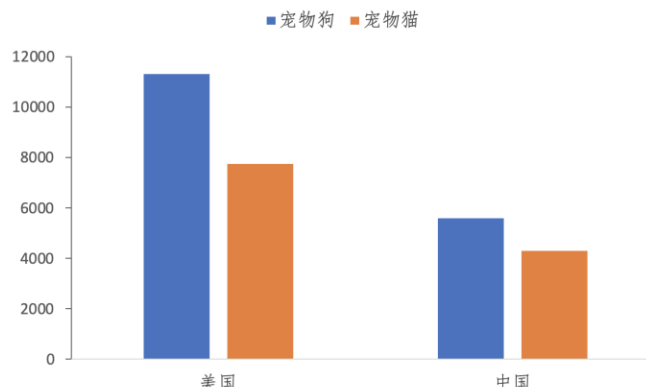
美国宠物数量众多, 养宠历史悠久, 单只宠物消费能力高, 所以美国的宠物市场规模较大, 并且发展阶段趋于成熟。美国的宠物医疗市场占到宠物市场规模的 25%, 共计 181 亿美元, 在占比和体量上均远高于中国。

图 15: 中美宠物数量对比



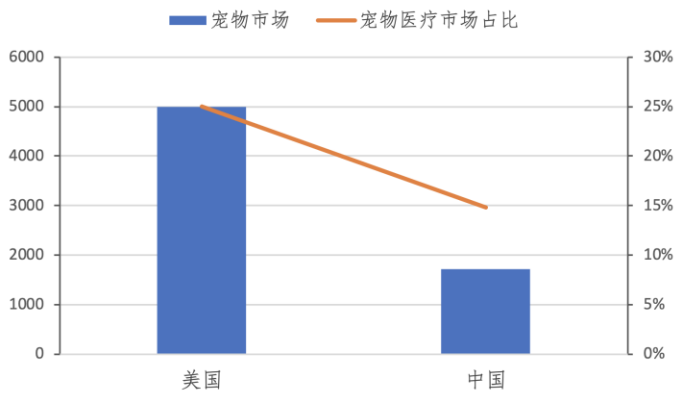
数据来源: 东北证券, APPA, 2018 年中国宠物行业白皮书

图 16: 中美单只宠物消费能力对比 (CNY)



数据来源: 东北证券, APPA, 2018 年中国宠物行业白皮书

图 17: 中美宠物医疗市场占比



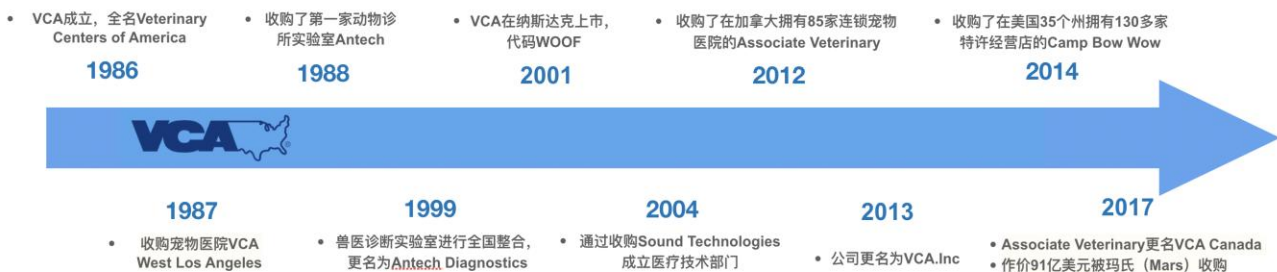
数据来源: 东北证券, APPA, 《2018 年中国宠物行业白皮书》

美国宠物医疗发展更加精细化, 准入门槛更高。不同于中国执业兽医的要求, 在美国, 一名执业兽医需要博士学位, 至少经过八年的理论及临床学习才有资格参加北美执业兽医资格证考试。并且, 每两年美国兽医协会还要对执照进行严格的年审。在科室方面, 美国施行专科制, 划分成内科、外科、眼科、肿瘤科、皮肤科、产科等, 而中国大部分宠物医生都是全科医生。在美国, 与医疗相关的宠物保险、宠物体检也发展迅速, 与人类的医疗行业相似度已经非常高。但美国医疗市场的集中度仍有待提升, VCA 作为第一大连锁医院, 在医院数量上仅占 2.95%, 在营收规模上占比 11.55%。

3.1. 美国宠物医院龙头 VCA

VCA 于 1986 年成立于美国特拉华州, 全名 Veterinary Centures of America, 2001 年, VCA 在纳斯达克上市, 经过 30 余年内部增长和外延并购, 成长为美国最大的宠物连锁医院。随着外部收购的不断进行, 公司门店数目也快速扩张, 截止 2016 年, 公司已在美国的 41 个州和加拿大的 3 个省拥有 795 家宠物医院和 61 家诊断实验室。公司拥有兽医超过 5000 人, 其中超过 400 人是委员会认证的宠物行业专家。

图 18: VCA 发展历史

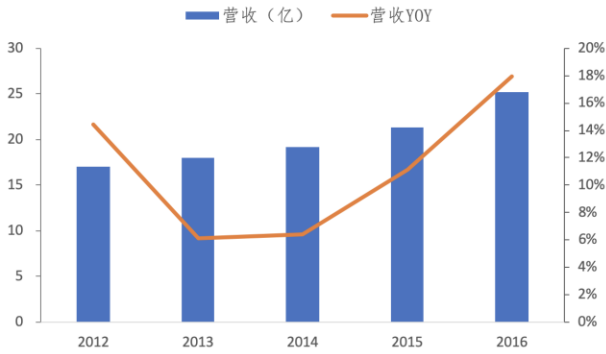


数据来源: 东北证券, 公司官网

随着外延并购的不断进行, 公司规模扩张, 业绩放量, 营收增速不断加快。FY2016, 公司营业收入 25.16 亿美元, 同比增长 18%。利润方面, 公司成本支出较为稳定,

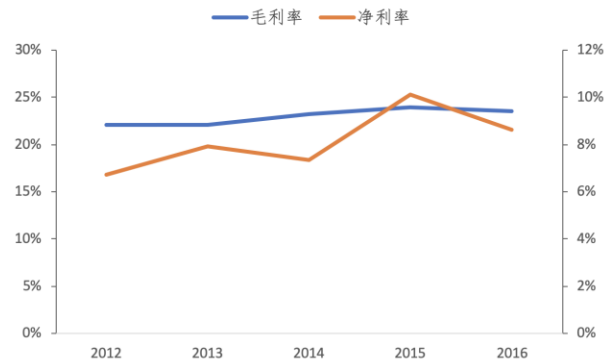
毛利率基本维持在 23% 左右；受到收购加拿大宠医 Associate Veterinary Clinics 和美国宠医 Camp Bow Wow 的影响，公司在 2012 年和 2014 年净利率小幅下滑，但随后均恢复稳定。

图 19: VCA 近 5 年营收规模及增速



数据来源：东北证券，公司公告

图 20: VCA 近 5 年毛利率及净利率



数据来源：东北证券，公司公告

与瑞鹏囊括医疗、美容、零售的全方位门店不同，VCA 是显著的专业医院特征，宠物医院是公司的核心收入来源，内科、肿瘤科、眼科、皮肤科和心脏病等项目的专业诊疗服务贡献了逾 80% 的营业收入。实验室服务也占比较高，为 17%。这代表美国宠物医疗行业已经较为成熟，逐步向精细化发展，但是医院业务的毛利率仍较低。

表 2: VCA2016 年业务构成

	营收 (亿 USD)	营收占比	毛利率
动物医院收入	20.92	83.11%	16.25%
实验室服务	4.22	16.77%	51.90%
其他服务	0.94	3.73%	37.23%
分部间抵消	-0.91	-3.61	-
合计	25.17	100%	23.52%

数据来源：东北证券，公司公告

3.2. 入驻 PetSmart 的次龙头 Banfield

Banfield Pet Hospital 是美国第二大连锁宠物医疗机构，于 1955 年成立，是集线上食品、用品销售和线下宠物配套服务为一体综合宠物服务公司。1994 年，美国最大的宠物用品零售商 PetSmart 通过 MMI 投资 Banfield 并与其签订合作协议。作为全美最大的连锁宠物商店，PetSmart 拥有 1477 家门店，依据合作协议，Banfield 入驻 PetSmart，提供 24 小时诊疗服务。宠物医院是独立经营的，PetSmart 会向 Banfield 收取租金和相关费用。

图 21: Banfield 重大事件

	医疗知识宣传&客户体验改善	医疗技术改进&兽医人才储备	并购重组活动
1987	利用内部录像机和电视来教育宠主有关预防保健的价值		
1988	开发出最佳健康计划 (Optimum Wellness Plans®) 为宠主带来方便实惠的预防护理服务		
1994			Banfield被PetSmart收购并为之签订战略合作协议
1994		成立第一个中心团队支持小组, 25位专家向Banfield医院提供支持和服务	
1994		Banfield医师学院成立, 为Banfield兽医提供先进的培训	
1994		为提高宠物健康护理质量, Banfield开发了可被宠物行业快速接受的医疗流程	
1994			玛氏 (Mars) 对Banfield进行投资
1994	创建宠物医疗病例专有软件—PetWare, 扩大了病历共享能力和专利技术		
1999			收购PetSmart店内的114家非Banfield的兽医诊所, Banfield成为了PetSmart医疗的独家提供商
2001		2001年, Banfield建立Banfield学习中心, 针对每一个员工位置为所有员工提供全面的继续教育	
2004		第一所Banfield教学医院在加州西部大学成立	
2005		与墨西哥国立自治大学合作在墨西哥城开办了一家12500平方英尺的教学医院, 全部由美国兽医协会教育委员会认可	
2007			公司被玛氏 (Mars) 收购
2008	推出Banfield.com 门户网站, 为宠主提供在线资源和信息		
2011	推出上门诊疗服务		

数据来源: 东北证券, 公司公告

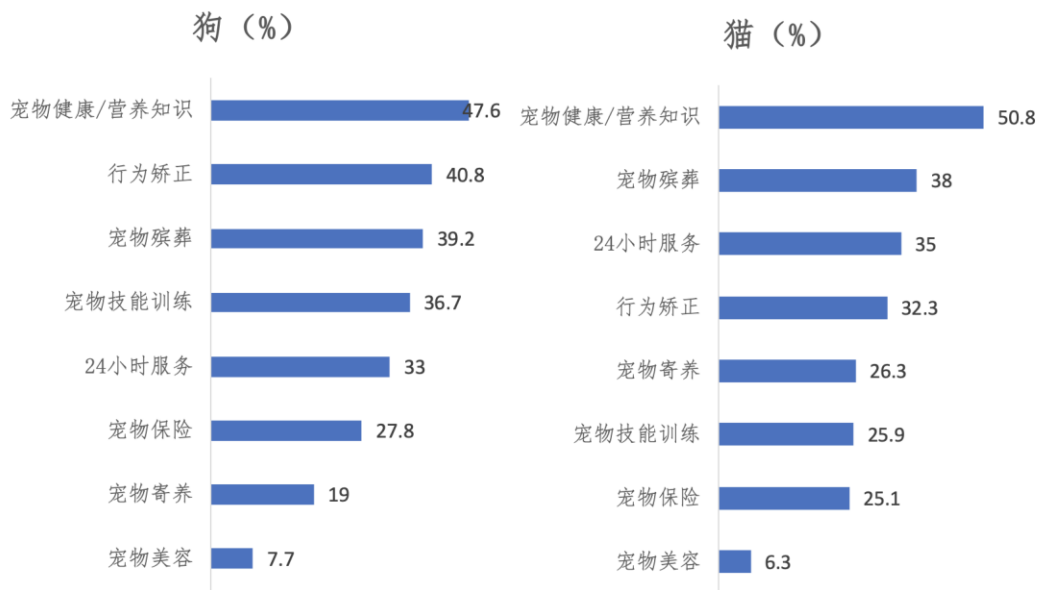
Banfield 通过与宠物用品零售商 petsmart 合作, 形成产业的协同效应, 提高医疗用品及器械采购的话语权, 更具规模优势; 而对下游消费者, 公司背靠 PetSmart 的流量, 以及产业链整合后的一体化服务, 更有利于增加客户粘性。2014 年, PetSmart 从 Banfield 录得营收 6.42 亿美元, 同比增长 7.5%, 是 PetSmart 服务收入的主要组成部分。

不同于 VCA 的专业化医院路线, Banfield 性质更类似于社区宠物诊所, 门店面积较小, 采取以预防护理为主的诊疗模式。公司提供“Banfield Wellness Plan”, 即一项会员制预防护理计划, 不仅包括疫苗接种, 还有一年两次针对不同年龄和品种的宠物的体检, 涵盖免疫、营养、寄生虫、牙科等各方面。200 多万客户为他们的宠物购买了这种年度服务, 贡献了 Banfield 85% 的营业收入, 也为 PetSmart 带来了稳定的优质客流。医院会员按月交费, 在公司网站上可以查看会员的全部医疗记录和下一次疫苗的时间。除提供预防性保健、常规外科和急诊外, Banfield 还重视宠物医疗知识传播和兽医人才储备。这为公司提供了长久发展的核心竞争力。

3.3. 宠物食品公司借助医疗渠道进行品牌及产品宣传

经行业白皮书调查, 宠主最期待的医院服务是宠物健康和营养知识。医生可以通过对于宠物喂养的讲解推荐有针对性的宠物主粮或者功能性零食, 是宠物食品公司推广新品, 树立品牌形象的良好渠道。

图 22: 宠主最期待的宠物医院服务



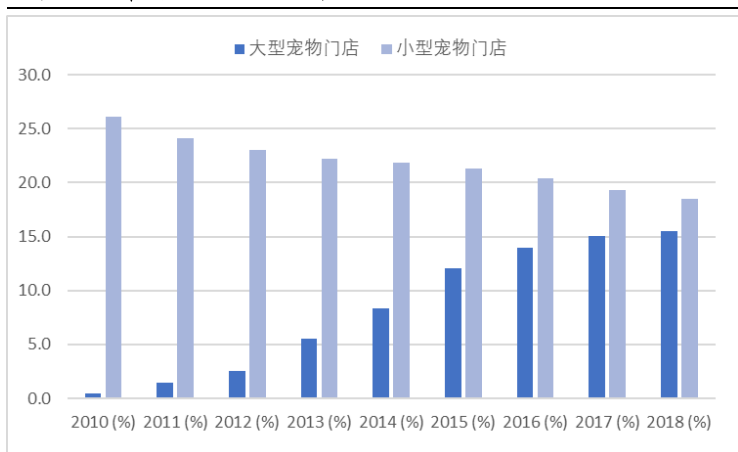
数据来源: 东北证券,《2018年中国宠物行业白皮书》

中国的宠物食品公司目前都是通过股权投资的形式参股宠物医院。一方面可以获得投资收益,另一方面还可以借助医院渠道对自己的产品进行宣传,获得利润。例如,中宠参股瑞鹏、佩蒂参股佳雯。中宠、佩蒂对接连锁医疗渠道一般采用直供方式,取消经销商环节,使得食品公司与医院的利润均有增厚。

4. 亟待连锁化的渠道: 宠物门店

与中国宠物发展速度相近的韩国,已经出现了明显的大型宠物店趋势。韩国大型宠物门店的渠道占比由2010年的0.7%上升至2018年的16%,同时,小型宠物门店占比下降了6%。而我国的宠物门店渠道受电商影响,占比纷纷处于下降的趋势。随着未来新零售模式的兴起,线下渠道有望出现改观。

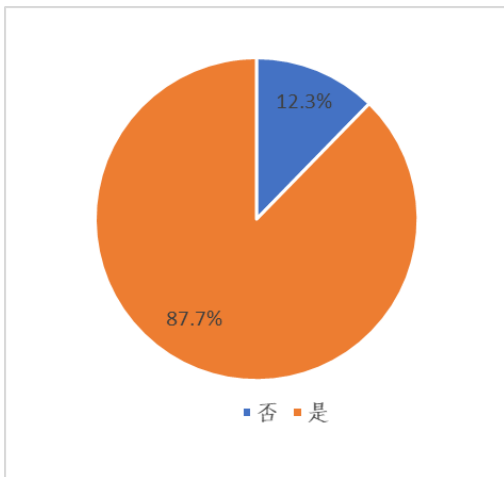
图 23: 韩国大型宠物店渠道占比 (%)



数据来源: 东北证券, Bloomberg

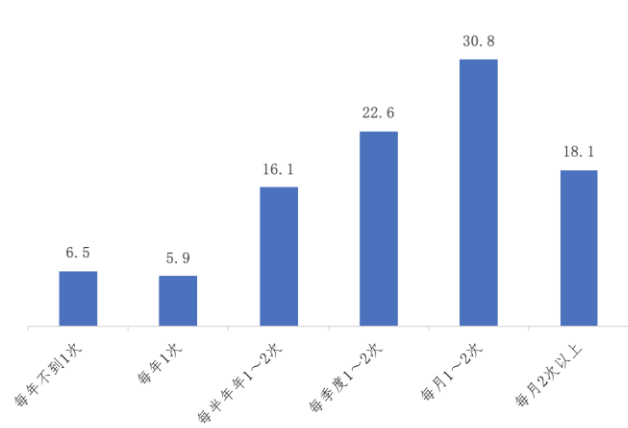
中国宠物行业白皮书显示，尽管电商发展迅速，但是中国的宠物主光顾线下店铺的比例较高，达到 87.7%，大部分宠物主进店频率在每季度 1-2 次以上，能带给线下宠物店流量保证。宠物主一般光顾社区周边店的比例较高，达到 62.5%。核心商圈门店光顾比例有明显提升，占比达 18.2%，代表目前中国宠物门店随着养宠数量的增长，开始逐步向商圈零售类的门店演化，有利于宠物门店连锁化。

图 24: 宠主是否光顾线下店铺 (%)



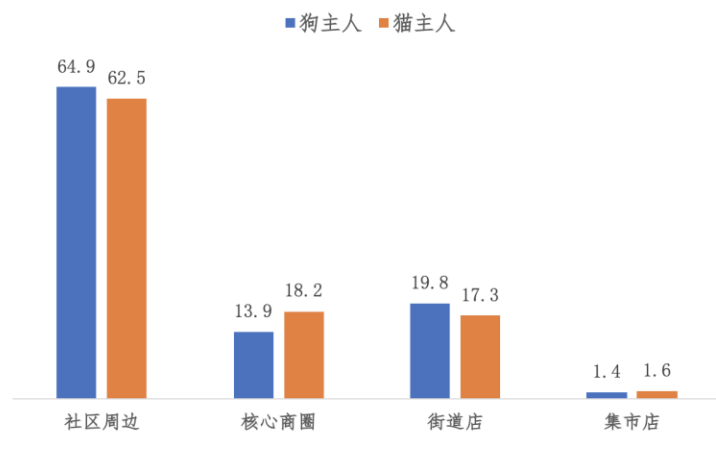
数据来源：东北证券，《2018 年中国宠物行业白皮书》

图 25: 宠主光顾线下店铺的频率 (%)



数据来源：东北证券，《2018 年中国宠物行业白皮书》

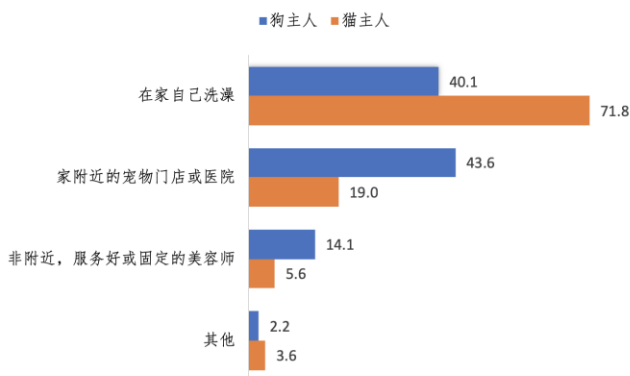
图 26: 宠主光临线下门店类型占比 (%)



数据来源：东北证券，《2018 年中国宠物行业白皮书》

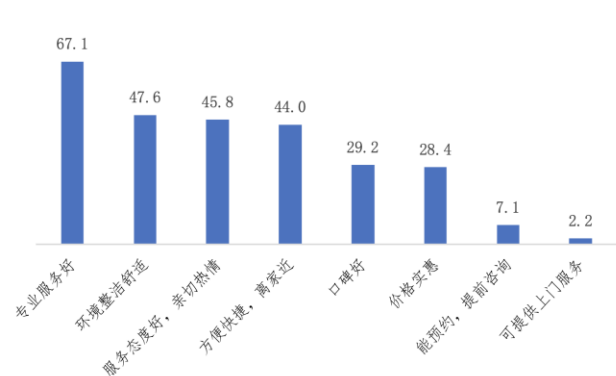
但是，中国线下宠物门店的盈利状况均不理想。在电商的强大冲击下，传统零售商在价格上并没有显著优势，所以宠物店主要通过教授养宠知识、洗澡、美容、寄养等服务来引流，吸引会员。狗主人外出给宠物洗澡的比例更高，给宠物店引流更加明显。

图 27: 宠主选择的宠物洗澡美容方式 (%)



数据来源: 东北证券, 《2018 年中国宠物行业白皮书》

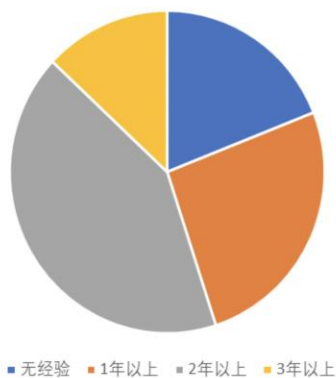
图 28: 宠主选择宠物洗美机构时的考虑因素 (%)



数据来源: 东北证券, 《2018 年中国宠物行业白皮书》

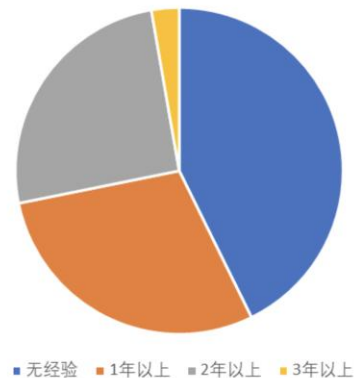
在中国, 宠物医院的医疗及洗护业务能够实现超越零售业务的丰厚利润, 但是宠物店的服务业务利润较薄弱, 勉强与零售业务持平。一方面是因为店铺面积和人手限制, 导致单天能覆盖的客户有限。据蛋解创业统计, 美容师每天最多洗 8 只或剪 6 只宠物犬, 并且洗美服务会出现周末人多工作日人少的情况, 人力资源利用率不高。另一方面, 洗美服务并不是刚需, 并且准入门槛低, 价格相对透明, 难以获得超额收益。从招聘岗位的从业工作经验上来看, 宠物医生有 42% 是 2 年以上工作经验, 无经验的宠物医生占比 19%, 而在宠物美容师方面, 有 47% 是无工作经验的, 32% 是一年以上工作经验。

图 29: 宠物医生从业经验



数据来源: 东北证券, 蛋解创业

图 30: 宠物美容师从业经验



数据来源: 东北证券, 蛋解创业

目前中国线下宠物门店连锁品牌很少, 基本以社区宠物店为主。加盟品牌由于缺少统一的供应链和服务管理, 处于伪加盟状态, 直营品牌仍未形成多店铺稳定盈利模式。线下社区宠物店的零售服务占比约为 40-70%/60-30%, 并且一般均有会员制,

社区宠物店月收入 5-6 万是正常偏好的状态, 而在消费能力强的社区, 好的情况能做到 10 万, 但无论如何都很难突破 20 万大关。主要原因有三, 一是缺乏刚需服务形态引流, 只能通过良好的客情维护建立壁垒。二是宠物洗剪频次基本固定, 消费能力有限, 同时美容师的效率有限, 每天服务数量固定; 三是社区店覆盖面积有限, 只能覆盖几百只宠物。

表 3: 举例宠物门店营收、利润、业务结构、回本情况

	某社区门店	某核心商圈	某连锁直营小店	某加盟连锁小店
营收	<20w	大多 60-70w	约 10-15 万, 总体盈亏平衡	<15w
利润	净利润<10%	毛利率约 35%, 净利率约 12.5%	毛利率约 30%	毛利率约 30%-40%
业务情况	洗护美容、零售、寄养	零售为主、活体销售、洗护美容	洗护美容、零售、寄养	洗护美容、零售、寄养
回本情况	回本周期 2-3 年	回本周期 1-1.5Y	整体微亏	两年以上

数据来源: 东北证券, 蛋解创业

5. 海外宠物零售商的发展

对比国际龙头的宠物连锁渠道, 我们发现, 以线下零售为主的宠物连锁集团增速均低于 7%, 增速较前期放缓, 而电商整体增速较快, 纯电商 Zooplus 增速高达 20.8%。但是, 电商渠道利润薄弱的问题也依然存在, Zooplus 的毛利率和净利率均低于其他巨头。

服务是各大零售商关注的重点。近几年, 各家公司都在改善门店服务质量, 增多服务类型, 通过收购兼并等方式积极拓展医疗、线上业务板块。门店的拓展速度放缓以及面积小型化也呈现一定的趋势。通过数据的获取及分析, 把握市场动态, 提升物流及运营效率, 这也是各大公司着力发展的方向。

表 4: 海外宠物连锁渠道对比 (美元)

公司名称	范围	营收 (增速)	毛利率; 净利率	门店数量	单店营收	业务营收占比	是否有线上	是否会员制
PetSmart (FY14)	北美	71.12 亿 (2.34%)	30.3%; 6%	1404	507w	零售 89.1%; 医疗与服务 10.9%	是	是
Petco (FY14)	北美	39.95 亿 (5.6%)	30.5%; 1.8%	1383	289w	零售 91.8%; 医疗与服务 8.2%	是	是
FRESSNAPF (FY17)	欧洲	23.74 亿 (6.3%)		1564	152w		是	
Zooplus (FY18)	欧洲	15.38 亿 (20.8%)	28.7%; -0.2%			零售: 100%	全部线上	是
Pets at home (FY18)	英国	12.62 亿 (6.9%)	46.46%; 3.17%	452	243w	零售: 84.4%; 医疗与服务 15.6%	是	是
Greencross (FY18)	澳&新	5.9 亿 (7%)	56.3%; 2.35%	550	111w	零售: 72.6%; 医疗与服务: 27.4%	是	是

数据来源: 东北证券, 公司公告

5.1. 美国宠物专营零售龙头: PetSmart

PetSmart 是美国最大的线下宠物专营零售商, 长期位居行业龙头。目前 PetSmart 在美国、加拿大和波多黎各经营 1,650 余家连锁宠物店、超过 800 家店中店形式的宠物诊所 (Banfield) 和 200 余家宠物寄养酒店。2014 年 12 月, 公司同意接受以 BC Partners 为首的财团提出的超过 82 亿美元的收购要约, 进行了私有化, 并从纳斯达克退市。之后, 公司分别收购了 Pet360、chewy 和全天然宠物粮品牌 Only Natural Pet。

PetSmart 在退市之前的发展可以大致分为 4 个阶段：

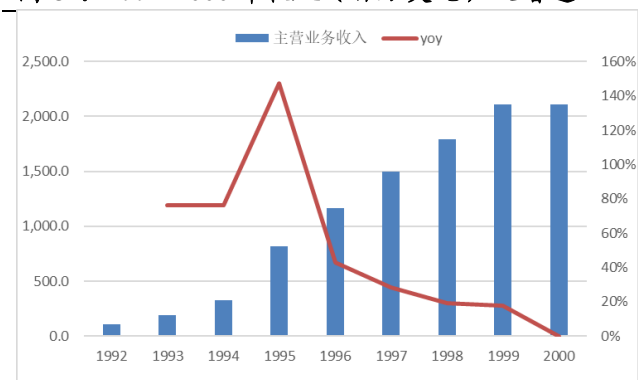
初创及上市早期（1987-1996）： PetSmart 选择低价量贩式销售策略，采用“前店后仓”的形式，保持低成本运营。通过十多年的兼并实现了门店数量的快速扩张，1993-1997 门店数量年均增长 37.6%，主营业务收入也因此迅速上升。

门店增长迟缓利润下行（1996-1999）： PetSmart 的成功范例引来了大量模仿者，加剧了市场竞争。PetCo 和沃尔玛等大型商超的压力使 PetSmart 的拓店速度明显放缓，公司营收增速也在持续下滑。更重要的是，低价量贩的模式在竞争加剧时使公司利润受到严重影响，1997 和 1999 年财年出现亏损。

改革及发展期（2000-2008）： 为了改变公司的困境，2000 年 PetSmart 对门店的经营模式进行改革：一、强化门店服务业务，包括训练、繁育、寄养、医疗等；二、重新按照宠物种类排列商品，取消高轮货架，提高销售效率并营造开阔的购物体验；三、扩大门店面积，店铺面积控制在 1.9 万平方英尺以上；四、增强物流及信息化系统能力，建立 FDC，减少库存。截至 2003 年底，公司完成了所有门店改造，公司的发展策略也就此从“低价量贩”根本性地转向了“零售+服务”，1999-2007 年，公司的服务型业务收入从 76M 美元上升至 376M 美元，服务占营收比重由 3.6% 增长至 8.9%。受益于店铺改造后的效率提升，公司扭亏为盈，2007 年净利润率已达到 5.4%。

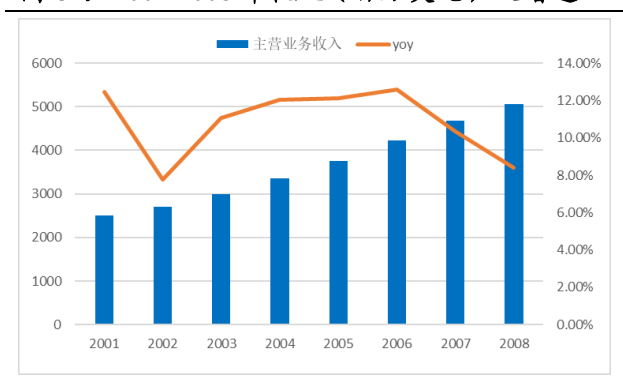
主动放缓拓店期（2009-2014）： 公司曾预测 PetSmart 在美国店铺数量可达 1200 家，2008 年公司门店数量已达 1112 家，即将触及门店天花板。公司计划主动降低扩张速度，以平衡未来长期投资以及股东收益的持续性。并且，新开店铺趋于小型化，门店面积由原来的 1.9 万平方英尺+下调至 1.2 万平方英尺+，2010-2014 年新增总店铺面积均小于 3%。

图 31: 1992-2000 年收入（百万美元）及增速



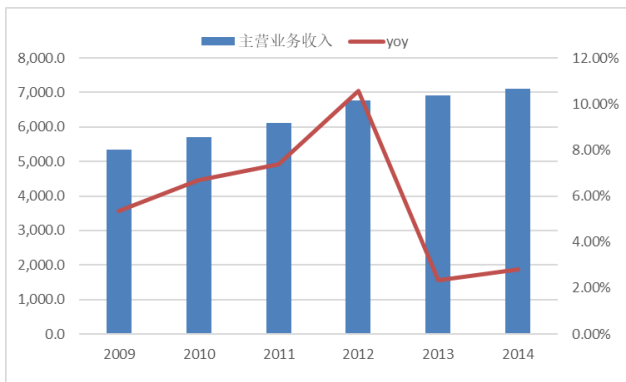
数据来源：东北证券，公司公告

图 32: 2001-2008 年收入（百万美元）及增速



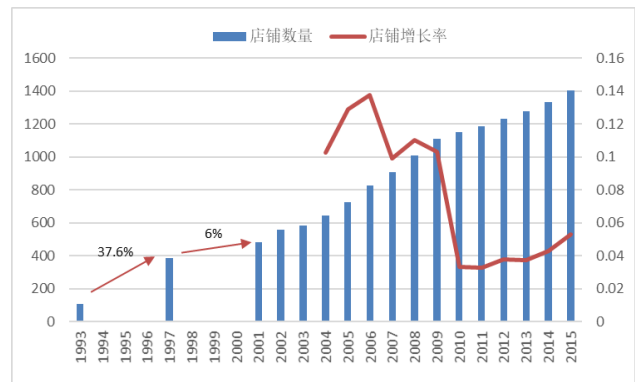
数据来源：东北证券，公司公告

图 33: 2009-2014 年收入 (百万美元) 及增速



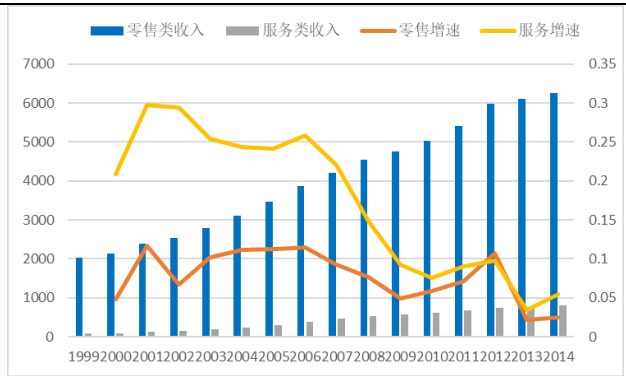
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 34: PetSmart 店铺拓展速度



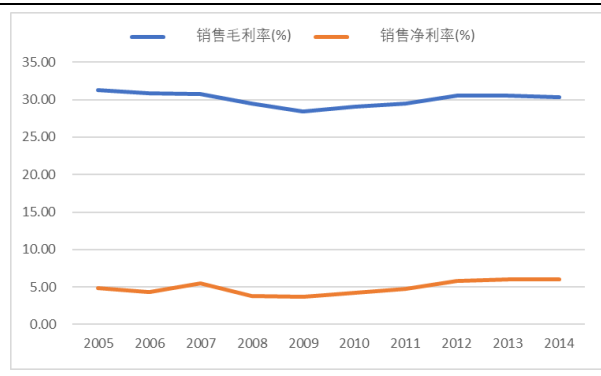
数据来源: 东北证券, 公司公告

图 35: PetSmart 分业务增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 36: PetSmart 毛利率及净利率



数据来源: 东北证券, 公司公告

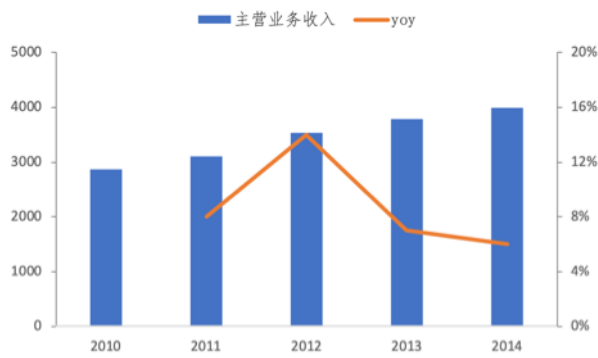
我们可以看到, 尽管 PetSmart 一直位于美国宠物零售行业龙头, 但是公司的成长也并非一帆风顺的。公司的成功原因有以下几点: 低价量贩抢占市场, 积累初期资本; 积极转换公司战略, 以其丰富多元的产品和服务对宠物的整个生命周期进行覆盖; 对线上渠道提前布局, 对 Pet360 和 Chewy 的收购帮助公司顺利跻身线上巨头行列。

5.2. 美国第二大宠物专营零售商: PetCo

诞生于 60 年代的 PetCo (其前身 UPCO) 最早是一家兽医用品邮寄商, 1976 年开设第一家实体门店, 之后凭借 PALS 客户忠诚度计划成为第一家推出会员体系的宠物连锁专营店企业。截至 2015 年, PetCo 已在美国开设 1253 家 PetCo 门店, 店铺面积略小于 PetSmart, 为 0.6-1.5 万平方英尺; 2009 年开始另开设位于市中心的小型门店 Unleashed, 平均面积约为 0.5 万平方英尺。

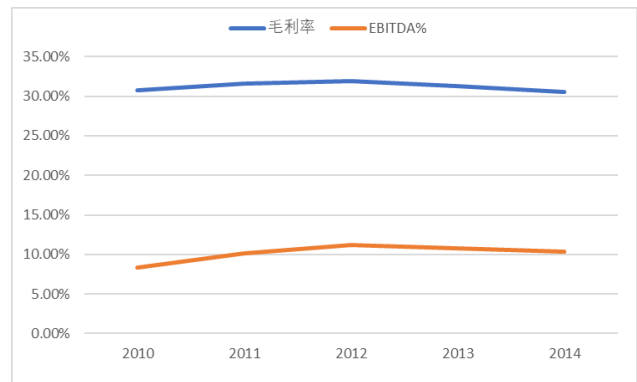
相比 PetSmart, PetCo 在近几年展现出了较为强劲的业绩增长, 五年间 CAGR 达到 8.6%, FY14 净收入为 40 亿美元。同时, 公司的毛利率也于 PetSmart 不相上下, 但是由于过高的销售及管理费用和高负债率带来的高利息支出, 导致公司的净利润率均远低于 PetSmart。

图 37: PetCo 收入及增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

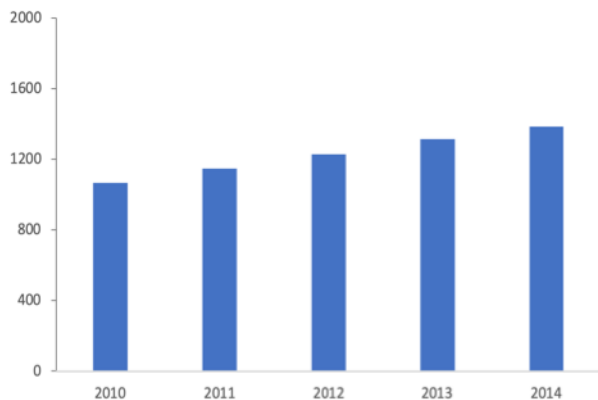
图 38: PetCo 毛利率及 EBITDA%



数据来源: 东北证券, 公司公告

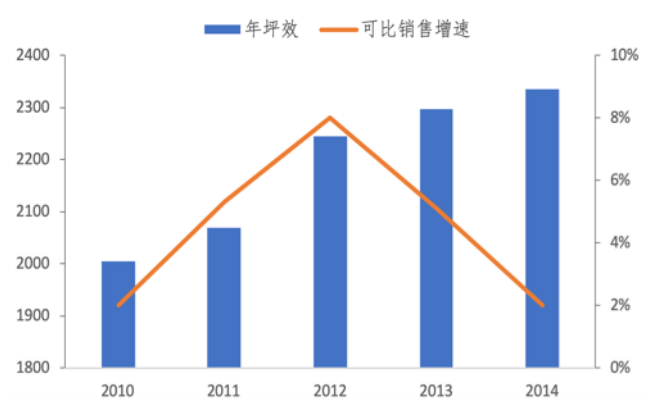
公司在 FY10-FY14 年均增加近 80 家门店, 门店的坪效也在逐步上升, 反映了公司的业绩增长不单单依靠拓店来完成, 服务溢价和门店盈利能力也在逐年提升。公司所采取的策略与行业中主要竞争者大致类似: 通过装修门店吸引消费者、吸引和自创高端宠物产品品牌、提供更丰富和更高质量的宠物服务、推动线上平台发展; 除此之外公司还积极地开拓海外市场, 在波多黎各、墨西哥均有门店。

图 39: PetCo 门店数量及增长



数据来源: 东北证券, 公司公告

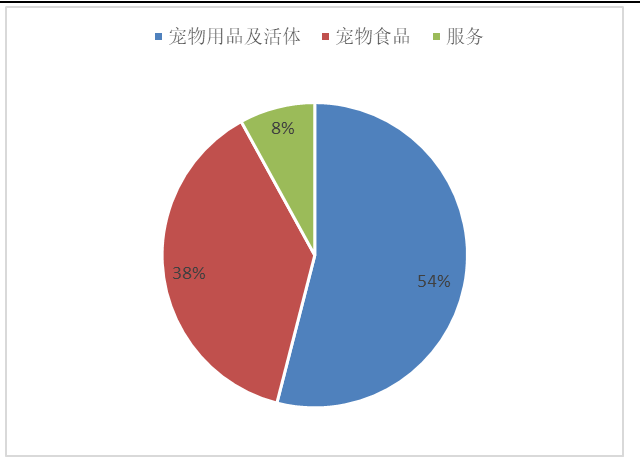
图 40: PetCo 年坪效及可比销售增速



数据来源: 东北证券, 公司公告

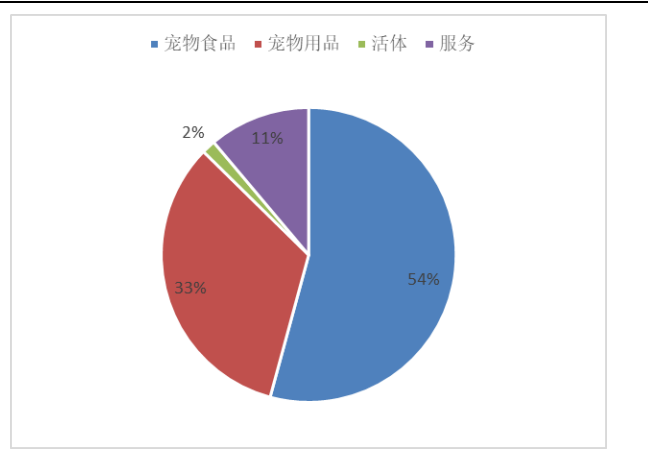
对比 PetCo 与 PetSmart 的业务占比, PetCo 在宠物用品及活体方面占比更高, 而在宠物食品和服务类别上占比较少。

图 41: PetCo 业务占比 (FY14)



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 42: PetSmart 业务占比 (FY14)



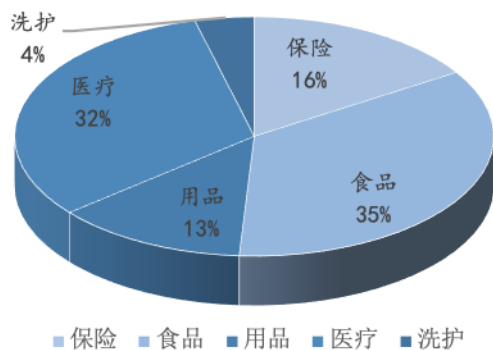
数据来源: 东北证券, 公司公告

PetCo 的另一大突破口在于宠物大数据的获取与应用。公司依靠 Pals 客户忠诚度计划来获取和分析宠物主的消费数据, 把握市场动向, 不断完善商业模式以及物流中心。PetCo 以宠物用药邮寄公司起家, 对于电商等线上平台也十分重视, 收购了线上宠物药品销售平台 Drs. Foster and Smith, 并将其业务逐步转移到自己的平台上; 两年后, 公司又收购了从幼犬起提供全生命阶段订阅服务的公司 Pupbox。并未满足于此的 PetCo 于 2018 年再次发力线上, 收购宠物保险销售平台 PetInsuranceQuotes.com, 并与上市公司 Express Scripts 合作开展配送业务。随着美国线下市场增速放缓, 海外和线上市场或将成为 PetSmart 新的增长动力源泉。

5.3. 英国宠物零售行业龙头: Pets at Home

Pets at Home 成立于 1991 年, 是英国最大的宠物零售服务商。英国宠物市场规模约 71 亿英镑, 过去 5 年复合增速为 4.4%。2017 年英国宠物市场中食品销售占比 35%、医疗占比 32%, 其余分别属于洗护 (4%)、保险 (16%)、宠物用品 (13%)。针对这样的市场特点, Pets at Home 也形成了覆盖宠物商品零售、医疗、洗护、美容, 结合线上线下全渠道, 多种门店形式共存的多元化经营体系, 力争打造英国唯一一家能全面提供宠主所需产品和服务的企业。

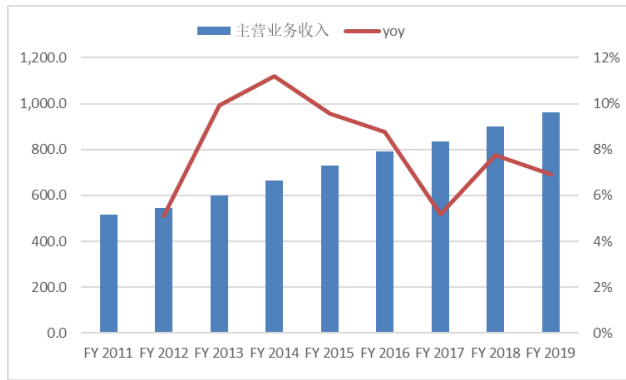
图 43: 英国宠物细分市场占比



数据来源: 东北证券, OC&C

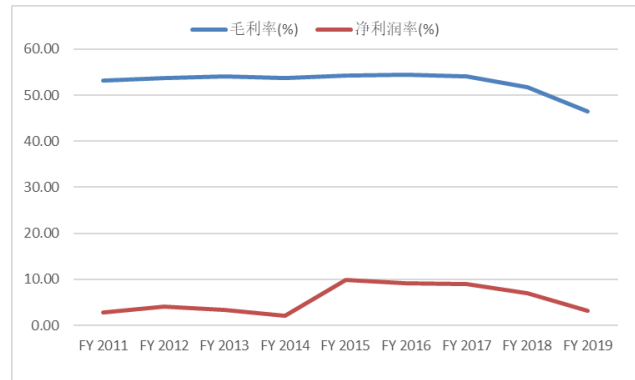
公司近 8 年复合增长率为 8%，FY2019 收入 9.61 亿英镑，同比增长 6.9%，营收增速较为稳定。从利润率看，公司的毛利率呈逐年下降的趋势，FY2019 毛利率为 46%；净利率也从 2015 年 9.9% 的高点逐步回落至 2019 年 3.17%，但其利润水平在连锁宠物门店中仍处于佼佼者的地位。

图 44: Pets at Home 年收入及增速



数据来源：东北证券，公司公告

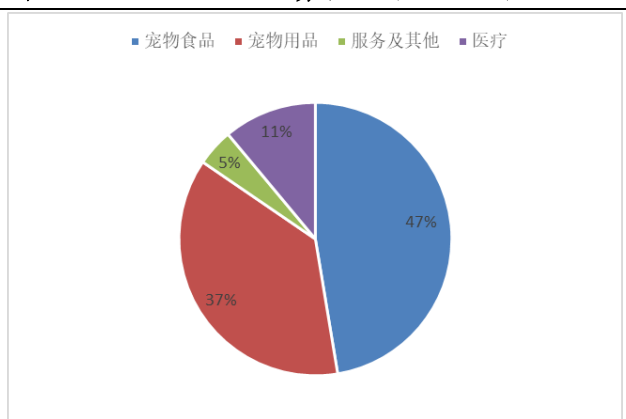
图 45: Pets at Home 毛利率及净利率



数据来源：东北证券，公司公告

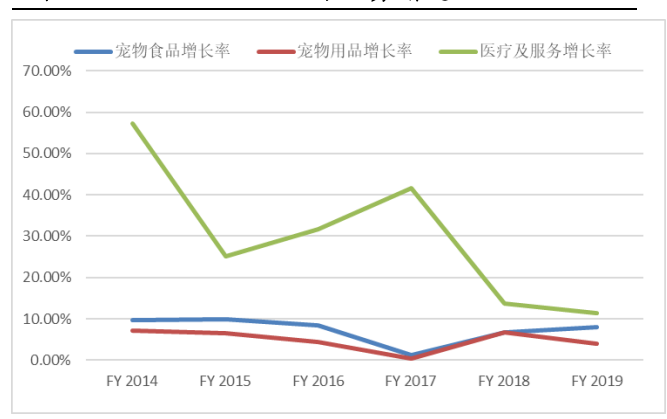
Pets at Home 的 9.6 亿营收中，零售业务的收入为 8.12 亿英镑，服务及其他业务的收入为 0.42 亿英镑，医疗集团收入为 1.06 亿英镑。近几年医疗及服务的增长速度远高于零售业，尤其在 FY2017 年，零售业务几乎零增长的情况下，医疗及服务实现了 41.7% 的快速发展。FY2017 年之后，各业务的增速逐步趋近。在 FY2019 的年报中，公司首次把医疗业务单独拆分出来披露，公司希望未来服务类收入能够占到总收入的 50%，反映了公司对于医疗业务的重视程度。并且，Pets at Home 的零售及医疗两大业务毛利率均较高，零售业务为 51%，医疗业务为 48%，高于美国连锁门店的利润水平。

图 46: Pets at Home 业务占比 (FY2019)



数据来源：东北证券，公司公告

图 47: Pets at Home 细分业务增速



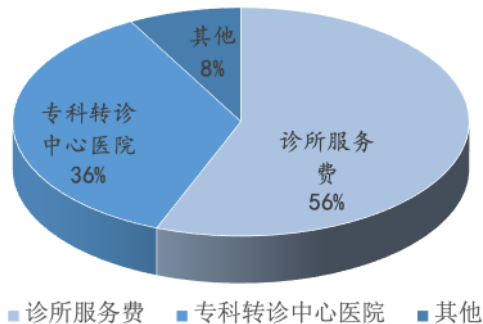
数据来源：东北证券，公司公告

公司的医疗业务包括宠物诊所（现有 475 家，其中 317 家为店中店）和专科转诊中心医院（4 家）。相比 Greencross 和 PetSmart，Pets at Home 发展其诊所业务的方式是特许经营，通过收取特许经营服务费和店中店租金的方式维持运营。新建诊所的

资金也是由个人、Pets at Home 贷款和银行贷款共同构成的，这也导致了新建诊所需要逐步偿清贷款，建立时间越长的诊所利润情况越好。公司医疗业务上一财年的收入超过 9000 万英镑，诊所经营服务费占比 56%，专科转诊中心医院占比 36%。

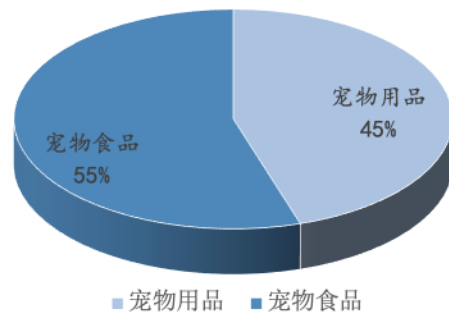
零售业务方面，公司目前拥有 452 家线下门店，门店按类型划分为 flagship store (单店 1230 平方米)，superstore (单店 647 平方米)，small superstore (单店 358 平方米)。公司的单店面积整体上小于美国的 PetSmart 和 PetCo 的单店规模，并且拓店速度在显著放缓。Pets at Home 正在逐步增加线下店铺的服务种类，让顾客接受“线上订单+线下体验”的复合消费模式。

图 48: Pets at Home 医疗业务收入构成



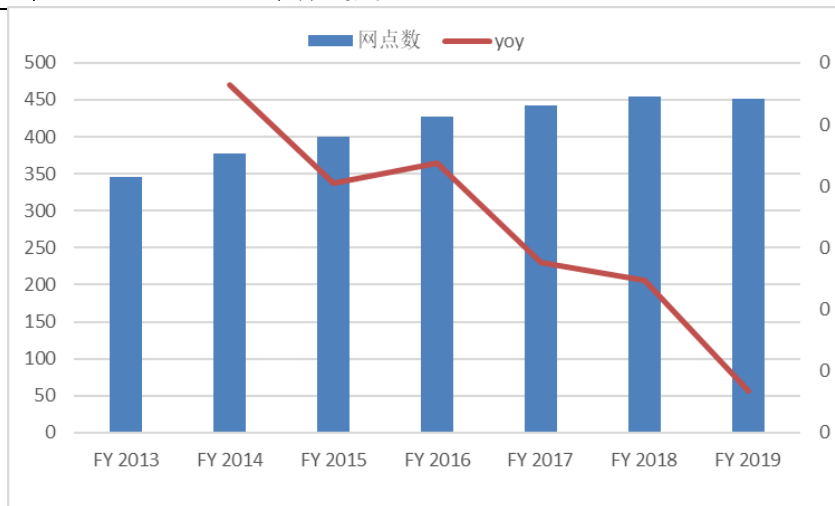
数据来源：东北证券，公司公告

图 49: Pets at Home 零售业务收入构成



数据来源：东北证券，公司公告

图 50: Pets at Home 拓店速度



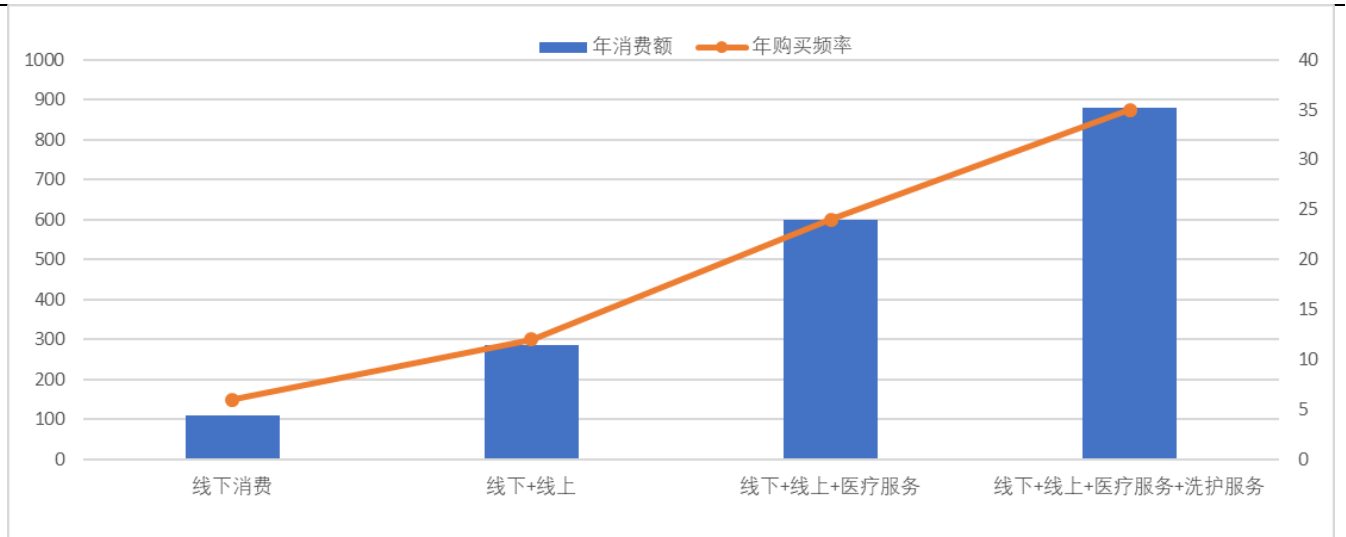
数据来源：东北证券，公司公告

公司 VIP 计划的活跃客户数量达到 420 万人，构成公司 70% 的收入来源。2018 年 9 月，公司推出专门针对幼犬的 VIP 计划 Puppy Club，为宠主提供免费的幼犬饲养系列指导和产品优惠，4 个月内共吸引了 18.5 万幼犬宠主加入，大概占到英国幼犬数量的 20%。此外，这些宠主的花费要比没有加入 Puppy Club 的高出 20%。该项订阅的优异表现促使公司决定在 2019 年早些时候推出幼猫俱乐部 (Kitten Club) 计划。

VIP 计划的另一大优势在于获取的数据能够帮助公司进行宠物消费数据分析，借此

调整业务以更好迎合客户需求。调查显示，客户选择医疗，洗护等附加服务的行为能带动单只宠物的零售产品消费增长、有效增强客户粘性，因此公司更加注重宠物服务的发展。

图 51: Pets at Home 测算宠物年均消费和消费项目之间的关联性 (英镑)



数据来源：东北证券，公司公告

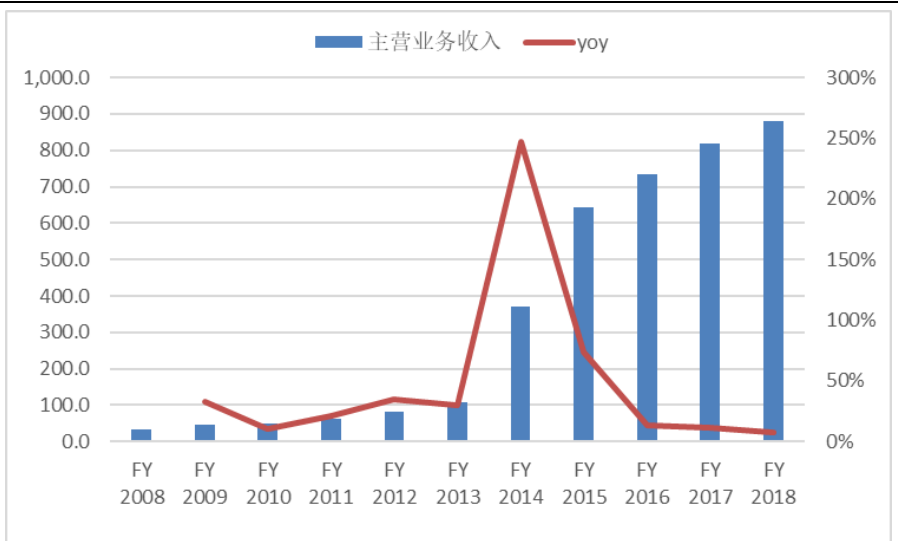
5.4. 澳洲市场零售商巨头：Greencross

澳洲市场第一大宠物零售商 Greencross 的前身是一家以宠物诊所为主营业务的上市公司。其与澳洲连锁宠物商 Mammoth 合并之后先后收购连锁宠物店 City Farmers、购买宠物诊所 Animal Referral Hospital 的 50.1% 股权，最终形成了目前的公司结构，所以公司的医疗诊疗服务占比较高。截至 2017 年，Greencross 的连锁宠物店+诊所数量合计超过 400 家。

相对于规模更大、更集中的美国市场，约 25 亿澳元医疗业务和 69 亿澳元零售业务的澳新市场分散地存在约 2650 家宠物医院和 1700 家宠物店，连锁化程度较低。作为行业龙头的 Greencross 只拥有 197 家各种形式的医疗机构和 247 家宠物商店，渗透率并不高。其宠物沙龙完全以店中店形式存在，宠物诊所和医院有 50 家以店中店形式存在。在本文列举的连锁宠物店中，Greencross 是营收最小的，仅为 6.8 亿美元。

公司在最近十年的主营业务收入从 34 百万澳元增长到 8.8 亿澳元，年复合增长率约 38.3%，但增长集中发生在 2015 年及之前，近三年的增长率已经滑落到 14%、11%、7%。区域分布来看，澳洲业务占总营业收入 88%，新西兰业务占比 12%，公司仍以澳洲市场为主导地位。澳洲地区中零售和服务收入占到 69%，医疗占 31%。澳洲地区零售业务近三年复合增速仅为 8%，澳洲地区医疗业务和新西兰地区业务增速相对较高，分别为 11% 和 14%。

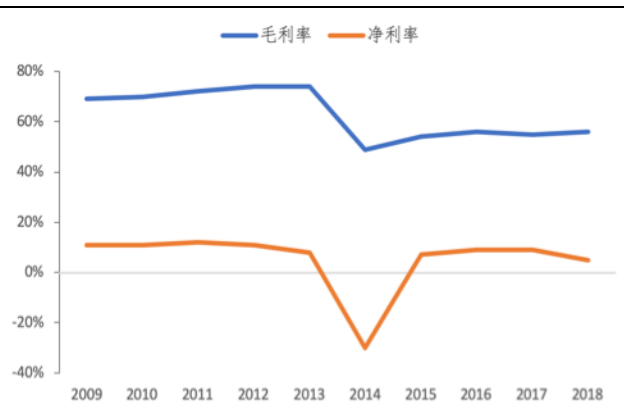
图 52: Greencross 收入及增速 (百万澳元)



数据来源: 东北证券, 公司公告

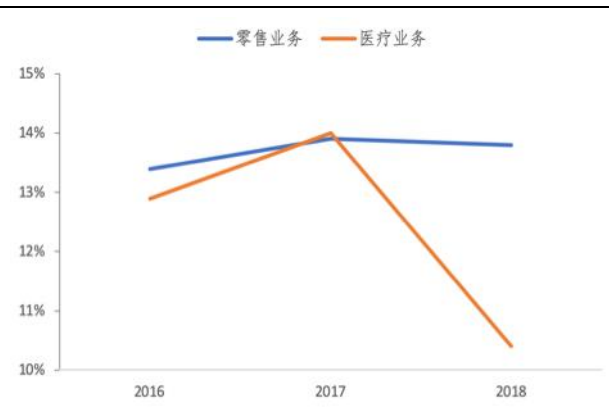
公司的毛利率和净利率总体有下降趋势, 从 FY2009 的 69%/11% 降低到 FY2018 的 56%/5%, 主要原因是费用增加、总部成本增加和快速兼并带来的庞大有息债务压力。零售业务的利润率要略高于医疗业务, 后者在 FY18 明显下滑, 主要原因是独立诊所面临引流压力和人工成本上升的问题、专科医院也面临人工成本增加、新开设的服务点还未到达盈利阶段的困境。

图 53: Greencross 毛利率和净利率



数据来源: 东北证券, 公司公告

图 54: Greencross 近三年分业务 EBITDA%



数据来源: 东北证券, 公司公告

为了应对人工成本和总部费用的增加, 公司自 2018 年开始推进成本优化项目。同时公司也对提升盈利能力做出多种规划, 包括: 扩张多功能 (洗护、诊疗等) 的连锁宠物店; 改善宠物诊疗业务表现, 提高诊疗便捷性; 创造更便捷的零售业务; 利用客户忠诚度计划数据, 为客户提供个性化服务。

公司也在对门店扩张战略进行结构化调整, 包括加快店中店的开设 (FY18 有 17 家, 计划 FY19 新开 10 家), 放缓对独立诊所的收购; 公司年报披露, 带诊所宠物店的零售额增速为 8.5%, 高于普通门店的 3.8%, 证明了店中店形式能增强连锁店的收入。

表 5: Greencross 服务点数量

	2016	2017	2018
澳大利亚	383	421	467
连锁宠物店	189	200	206
宠物诊所	118	131	142
专科急诊医院	29	33	37
洗护沙龙	47	57	82
新西兰	56	78	83
连锁宠物店	32	39	41
宠物医院	8	16	18
洗护沙龙	16	23	24
合计	439	499	550

数据来源：东北证券，公司公告

5.5. 专攻线上的欧洲第二大宠物用品服务商：Zooplus

Zooplus 于 1999 年在德国成立，是欧洲第二大宠物用品服务商，主攻线上零售业务，是独树一帜的电商代表。2005 年起，公司开始推行以增长为导向的国际化战略，在牢牢把握德语市场的基础上，先后在法国、意大利、西班牙、荷兰、英国和波兰等市场取得关键突破，目前已进入欧洲 30 个国家，国际市场占到总营收的 77%。

Zooplus 的国际化战略依托于多语言平台，多支付系统和强大的物流设施。公司在欧洲有 7 个大型中央物流枢纽及 6 个中型物流中心，总面积超过 22 万平方米。并且，物流合作伙伴承担了物流中心所需的几乎全部投资，极大降低了公司的投资成本。

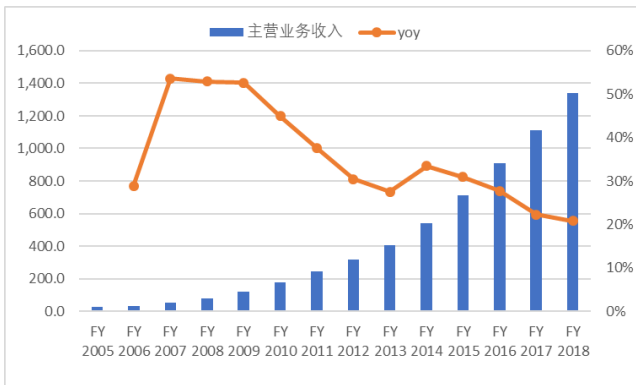
图 55: Zooplus 业务范围及进入年份



数据来源：东北证券，公司年报

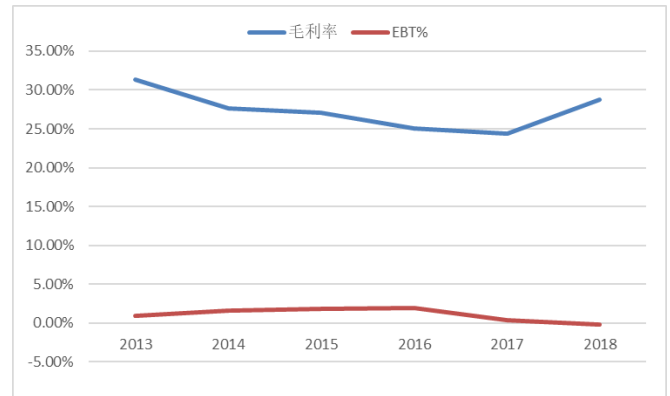
2005 年至今，公司主营业务收入已从 2650 万欧元增至 13.42 亿欧元。近十年复合增速 32.6%，远高于主营业务以线下为主的其他零售商。公司毛利率略有下降的趋势，2018 年会计准则变动导致计算口径发生变化，按历史口径调整后实际毛利率为 24%，基本同上年持平。公司的税前利润一直在微盈状态，18 年由于加大了市场及人员投入，税前利润出现了亏损。

图 56: Zooplus 营收及增速 (百万欧元)



数据来源：东北证券

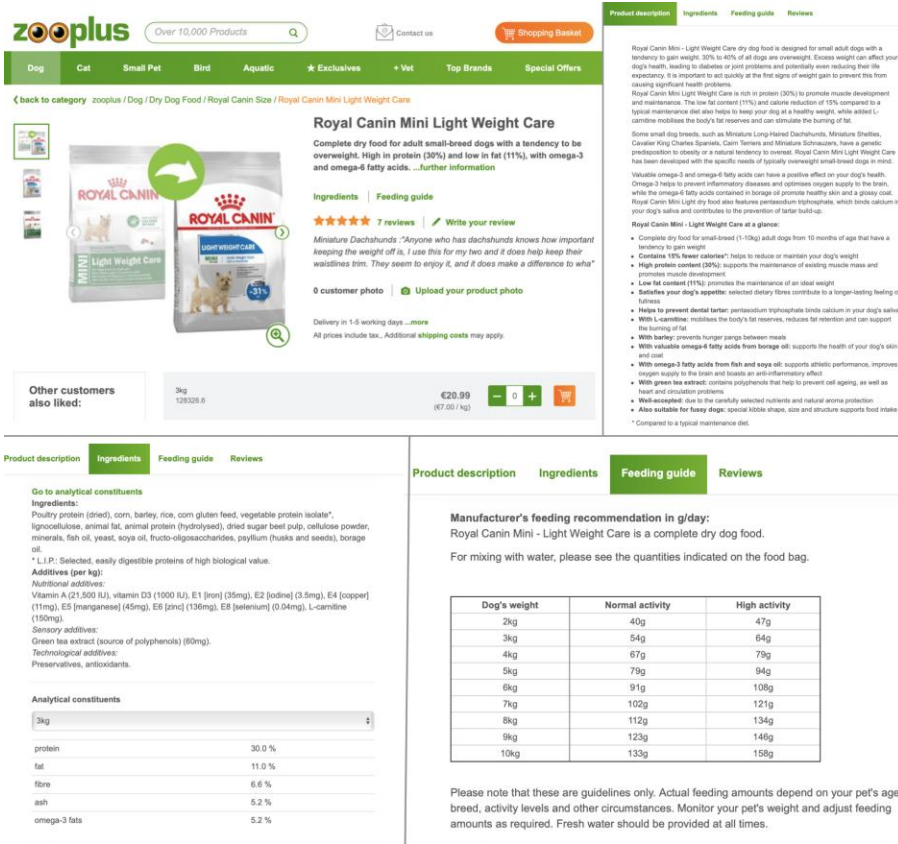
图 57: Zooplus 毛利率及 EBT%



数据来源：东北证券

Zooplus 为消费者提供覆盖宠物食品与宠物用品的 8000 余种商品。比起线下零售平台，公司重视为顾客提供更加全面的产品信息，包含完整的产品介绍、使用说明、成分列表、用户评论等内容。全面准确的商品信息有利于提高客户的满足度与保留率，FY2018，销售平台退货率仅 1%，销售留存率达到 95%。除了与供货商的合作，公司在关键领域也运营了 21 个自有品牌。FY2018，公司自有产品销售额达到 1.7 亿欧元，占据总销售额的 14%。自有品牌的利润优势有利于增厚公司毛利率，是重要的业绩增长点。

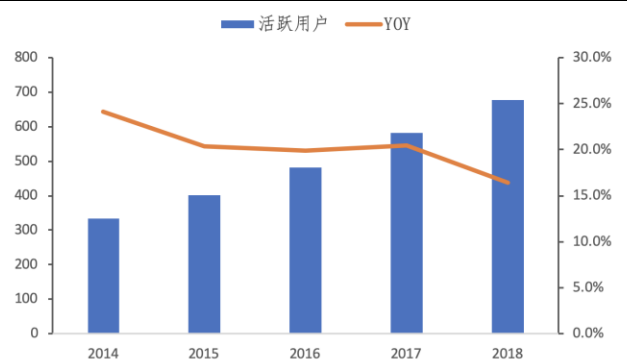
图 58: Zooplus 平台提供较为完整的产品信息



数据来源: 东北证券, 公司官网

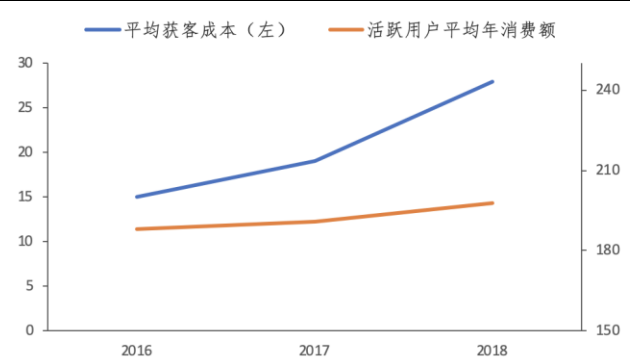
作为纯线上的零售平台, 公司十分重视用户获取。FY2018, 公司拥有活跃用户 677 万人, 近三年复合增速达 18.94%。受谷歌广告费用提升及桌面端转移动端进程较慢的影响, 公司近三年获客成本大幅增长, 为缓解获客成本攀升的压力, 公司近期更关注客户忠诚度的培养和客单价的提高, FY2018, 活跃用户年消费金额 198 欧元, 同比增长 3.7%, 较 FY2017 略有提高。

图 59: Zooplus 近 5 年公司活跃用户数及增速



数据来源: 东北证券, 公司年报

图 60: Zooplus 获客成本及活跃用户年均消费额



数据来源: 东北证券, 公司年报

分析师简介:

李强: 西南财经大学金融学硕士, 食品饮料行业分析师(组长), 研究小组获“2017年水晶球”食品饮料行业第二, “2016年Wind资讯第四届金牌分析师全民票选”食品饮料行业第一。
 齐欢: 上海交通大学金融硕士, 2016年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。
 马雪薇: 伦敦政治经济学院风险与金融硕士, 2018年加入东北证券, 食品饮料行业研究助理。
 王钰: 伦敦政治经济学院金融与经济硕士, 2018年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
孙斯雅	021-20361121	18516562656	sunsiya@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
董冠辉	021-20361267	17602180663	donggh@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
安昊宁	010-58034561	18600646766	anhn@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
周逸群	0755-33975865	18682251183	zhouyq@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn