

# 朝云集团 (6601 HK)

## 宠物护理赛道新星崛起

首次覆盖，目标价 3.10 港元

朝云集团（公司）持续通过产品更新迭代打造爆款，创造消费者在细分场景中的需求，成为中国日用家居护理行业领先企业。2019 年公司切入宠物护理市场开辟新增长驱动力。预测公司 FY21 - FY24E 净利润复合增长 22.1%。公司现金流稳定，预计未来维持 80% 派息率，股息率高达 4.4%。当前股价对应 FY22E/FY23E 市盈率 18.1 倍/15.7 倍；目标价 3.10 港元，对应 FY22E/FY23E 扣除现金后市盈率 4.4 倍/3.5 倍，或 FY22E/FY23E 市盈率 26.6 倍/23.0 倍，有 50.5% 上涨空间。

### 家居护理行业龙头企业

中国日化行业预计在 2019-2024 年间零售额复合增长率为 8.8%，其中宠物护理、家居护理和个人护理是三个增长最快的细分行业。朝云集团经过内部孵化和外延并购，已经发展成为中国领先的一站式日化用品龙头企业。公司在行业深耕 16 年，成功打造多个家喻户晓品牌，在家居护理行业先发优势明显。2019 年超威产品在杀虫驱蚊市场位列第一，市占率 22.8%；儿童杀虫驱蚊产品市占率 41.4%。按 2015-2019 年间零售额计算，公司在中国家居护理行业中排名第四，于 2019 年占市场份额 6.3%。股权结构方面，立白创始人陈氏家族持股 74%。

### 目标成为宠物护理行业领军者

中国家庭养宠比例有巨大提升空间，宠物在家庭中的地位日渐提升等趋势促进宠物市场快速发展。公司在宠物板块多赛道布局，推出多款宠物主粮和宠物用品，通过牵手山东帅克稳定供应链，并入股中博绿亚，未来有望推出宠物保健品，进入宠物医院渠道。公司更在持续寻找其他外延发展机会，在国产宠物用品行业高度分散的格局下力争成为行业领军者。预计宠物品类 FY21 - FY24E 收入复合增长 66.4%，是公司增长最快的品类，继家居护理产品后成为公司第二增长曲线。

### 全渠道覆盖，线上销售实现高速增长

公司侧重于千人千面的营销策略，以数字化及社交工具为核心，为不同产品制定不同的场景化营销方案，从而满足不同消费场景、不同销售渠道及不同消费群体的需求。目前，公司有超过 60 万个线下销售点覆盖全国，在多家电商设立自营商店，通过线上分销商触及所有消费者，并计划布局深入母婴店、药店、企业等商业渠道。线上销售占总收入 24.1%，处于快速增长阶段，2019-2021 年间线上销售收入复合增长 67.2%，预计未来线上渠道增长速度将超过线下渠道。

### 风险提示

1) 与立白集团的关联交易风险；2) 产品安全风险；3) 市场竞争风险。

图表 1: 朝云集团主要财务数据 (人民币百万元)

年结:12月31日	2020年	2021年	2022年预测	2023年预测	2024年预测
收入	1,702	1,769	1,806	2,000	2,182
增长率 (%)	23.0	3.9	2.1	10.7	9.1
净利润	223.8	92.1	123.4	142.7	167.6
增长率 (%)	20.9	(58.8)	34.0	15.6	17.5
摊薄后每股盈利 (人民币)	0.225	0.072	0.093	0.107	0.126
净资产回报率 (%)	171.5	4.8	4.5	5.1	5.9
市盈率 (倍)	7.3	22.7	17.8	15.4	13.1
市净率 (倍)	6.6	0.8	0.8	0.8	0.8
股息率 (%)	2.5	3.3	4.5	5.2	6.1
每股股息 (港元)	0.052	0.068	0.093	0.107	0.126

来源: 公司资料, 中泰国际研究预测

香港股市 | 消费行业

首次覆盖: 买入

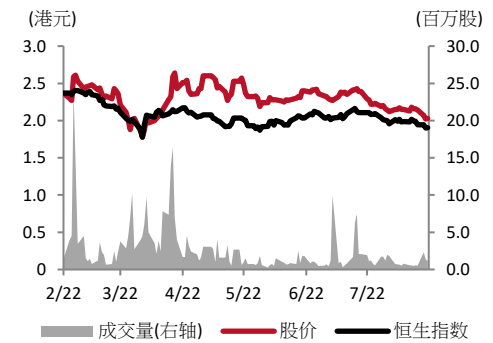
目标价: 3.10 港元

### 股票资料

现价	2.06	港元
总市值	2,747	百万港元
流通股比例	24.7	%
已发行总股本	1,333	百万
52 周价格区间	1.73 - 6.18	港元
3 个月日均成交额	3.0	百万港元
主要股东	陈氏家族	74.3%

来源: 彭博、中泰国际研究部

### 股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

### 分析师

陈怡 (Vivien Chan)  
+852 2359 2941  
vivien.chan@ztsc.com.hk

目录

<b>投资亮点</b>	<b>4</b>
品牌优势	4
可持续的品牌孵化体系	4
千人千面的营销体系	4
高知名度，市场地位领先	4
研发优势：配合柔性供应链高效把握市场机遇	4
渠道优势：多元化渠道	5
线下渠道	5
线上渠道	5
增长优势：进军宠物护理赛道 开辟第二增长曲线	6
携经验优势 强势切入宠物护理赛道	6
从纵向、横向多维度强化宠物护理领域地位	6
<b>公司背景</b>	<b>8</b>
立白系内唯一上市平台	8
多品类产品涵盖生活全方位	8
<b>行业概览</b>	<b>12</b>
中国日化行业概览	12
中国日化行业 2019-2024E 年复合增长率 8.8%	12
家居护理行业：把握低线城市增长	12
家居清洁：疫情促进家居清洁产品稳定增长	12
杀虫驱蚊：新品类升级、儿童产品推动行业增长	13
个人护理市场：最大日化行业细分市场	13
中国宠物市场概览	13
中国养宠渗透率持续提升	13
宠物食品行业驶入快车道	14
宠物护理行业：新兴行业崛起，低线城市市场增长迅猛	15
<b>盈利预测及估值</b>	<b>16</b>
公司未来增长动力	16
盈利预测	16
收入预测	16
毛利率	17
运营开支	17
净利润	17
现金充裕慷慨派息	17
估值与评级	18
投资风险	19
关联交易风险	19
产品安全风险	19
市场竞争风险	19
<b>历史建议和目标价</b>	<b>22</b>
<b>公司及行业评级定义</b>	<b>23</b>
<b>重要声明</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1: 朝云集团主要财务数据 (人民币百万元)	1
图表 2: 与明星/达人合作直播推广产品	6
图表 3: 小红书上推广新产品	6
图表 4: “小宠”品牌产品	7
图表 5: “安力达”品牌产品	7
图表 6: 公司发展里程碑	8
图表 7: 公司的多品牌多品类产品	9
图表 8: 2018 - 2021 公司收入增长	10
图表 9: 2018 - 2021 公司毛利和毛利率	10
图表 10: 家居护理产品收入增长	10
图表 11: 家居护理产品毛利和毛利率	10
图表 12: 宠物护理产品收入	10
图表 13: 宠物护理产品毛利和毛利率	10
图表 14: 个人护理产品收入	11
图表 15: 个人护理产品毛利和毛利率	11
图表 16: 公司发展里程碑	11
图表 17: 2015-2024E 中国家居护理市场零售额规模	12
图表 18: 中国家居护理市场零售额增长率 (按城市线级划分)	12
图表 19: 2015-2024E 中国驱蚊杀虫市场规模增长	13
图表 20: 2015-2024E 中国个人护理市场零售额增长率	13
图表 21: 中国宠物护理产品市场规模	14
图表 22: 宠物在生活中充当的角色	14
图表 23: 2017-2020E 中国猫狗人均单只年消费金额	14
图表 24: 2020 年中国宠物市场消费结构	15
图表 25: 2020 年中国宠物食品消费结构	15
图表 26: 2017-2021 中国宠物食品市场规模	15
图表 27: 2020 年中国宠物食品市场各公司市占率	15
图表 28: 关键数据预测	18
图表 29: 日化和宠物行业同业比较	20
图表 30: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)	21

## 投资亮点

### 品牌优势

#### 可持续的品牌孵化体系

公司成功打造家喻户晓的品牌组合，满足家居生活不同场景的要求；并通过数据驱动的深度消费者洞察，不断挖掘未被充分满足的消费者需求，针对性开发新产品。从超威品牌的传统驱蚊盘香产品起家，公司于 2007 年推出插电式电蚊香加热器，往后开发出具有各种特性，如在必要空间和时间释放驱蚊成分的产品，以应对不断变化的消费者喜好。2010 年，儿童用杀虫驱蚊产品的需求日益提升，公司适时推出“贝贝健”品牌，从而成为中国最大的儿童用杀虫驱蚊产品制造商。之后，公司更推出了无需点燃或通电就可释放活性驱蚊成分的产品和具备物联网功能的电加热器的驱蚊产品。截至 2020 年 9 月，超威品牌杀虫驱蚊产品 SKU 数量从 2017 年的仅 76 个增加至 100 个。

2011 年，公司深入研究市场和消费者需求，判断家居清洁市场具有巨大潜力，而市场缺乏有创新力的本土品牌，因此适时推出威王品牌，定位全方位家居清洁除菌产品，五年后威王成长成为中国排名第二大家居清洁品牌。之后，公司努力快速扩充家居清洁品类的产品，不断推出具有差异化的新型产品来解决消费者的痛点。除了推出洗衣机槽清洁剂、纱窗清洁剂、植物配方厨房清洁剂、管道通、消毒液等多元化清洁产品组合，公司还成功打造了贝贝健和威王等新品牌加速品类迭代，利用齐全的产品线覆盖各类细分消费者的需求。以上实例均印证了公司强劲的可持续创新和可复制品牌孵化能力。

#### 千人千面的营销体系

公司侧重于千人千面的营销策略，以数字化及社交工具为核心，为不同产品制定不同的场景化营销方案，满足不同使用场景、不同销售渠道及不同消费群体的需求，以提升消费者粘性和品牌认知度。例如威王与上海迪士尼连续 5 年合作“威王大少厨闪耀上海迪士尼”主题活动，观众人数达到 7 亿人次，获得 IAI 国际广告传播大奖，覆盖众多年轻家庭。在社交平台抖音，超威电热蚊香液将驱蚊话题融入开杠辩论形式中，视频总播放量 5.1 亿次，获得 2,333 万点赞；贝贝健抢占微博母婴话题流量，阅读量超 5.7 亿，连续获得金鼠标“数字营销最具创新精神品牌”奖；西兰品牌的新产品便携除味喷雾在抖音和小红书以多形式多场景化推广，快速提升品牌知名度，获得 IAI 整合营销奖。以上实例印证了公司深度了解如何以最直接有效的营销方式接触目标消费者。

#### 高知名度，市场地位领先

根据灼识咨询，在 2015 至 2019 年间，以零售额计算，公司在中国家居护理行业的本土公司中位列第三，并在中国家居护理行业的所有公司中排名第四，2019 年市场份额为 6.3%。在中国杀虫驱蚊市场，2015 至 2019 年间公司的零售额排名为行业第一，2019 年的市场份额达 22.8%。同时，公司在儿童杀虫驱蚊市场也位列第一，2019 年的市场份额高达 41.4%。公司在家居清洁及空气护理市场位列第二，同时在个人护理行业里的花露水市场位列第三。公司在 2019 年切入宠物行业，在 2020 年上半年宠物除臭剂的零售额排名行业前五。

### 研发优势：配合柔性供应链高效把握市场机遇

公司通过数据驱动深度洞察消费者，不断挖掘未被充分满足的需求，针对性地开发新产品。通过线上和线下渠道触达消费者，公司以全域运营的会员体系获得大量数据。通过精准的用户画像，公司建立超过 300 条用户标签，从而形成对消费者偏好和消费行为的有价值洞察，助理研发部门对产品更新迭代，精准匹配消费者需求。同时，公司拥有四个具备领先应用研究能力的功能实验室，核心研发团队整体负责多个产品配方、包装材料和生产工艺的研发。

外部研发体系方面，公司与立白集团的研发团队交流意见、经验，进行跨品类的研发知识共享。此外，公司还与中化国际的附属公司江苏扬农化工合作，共同推进新型杀虫驱蚊活性成分的应用开发；与日本杀虫剂公司 KINCHO（大日本除虫菊株式会社）合作，推出了防蚊网、除螨包等产品；并与日本狮子化学株式会社合作，开发出国内首款具有 60 天长效缓释的空间除菌消臭产品。

强大的研发能力，配合垂直整合的柔性生产制造体系，保障了公司高效的生产流程。公司对自有和第三方生产设施统一垂直管理，能够灵活地针对市场需求，短时间内快速调整产能。疫情期间，公司快速统筹协调完成了多个新品上市，在 10 天内完成了 5 款专供产品上市；又对应短期市场对杀菌清洁产品需求的上升，扩大相关产品产能，如将 84 消毒液产能由 60 吨/天提升至 700 吨/天，除菌包产能由 400 件/天提升至 5,000 件/天。凭借柔性生产体系优势，公司得以快速适应市场变化，2020 年的家居清洁产品收入同比大幅增加 38.3%。

## 渠道优势：多元化渠道

### 线下渠道

线下渠道是中国家居护理和个人护理行业最为主要的销售渠道。公司的线下销售网络覆盖国内所有省份、地级市及大部分县级市，深入全国一至五线城市。截至 2021 年 12 月，公司拥有超过 1,100 家分销商和超过 60 万个销售点，覆盖全国所有地区，数量上高于其他同业，有利于公司将产品迅速分销到全国各地。其中，公司有 51 万个三线及以下城镇销售点，深入地级城镇，有利于公司把握城镇乡村地区的增长红利。此外，公司还通过立白集团面向 49 名大客户，客户类型包括全国性及区域性大卖场、超市、百货商店及便利店等，覆盖超过 1 万个销售点。在 FY21，线下分销商实现收入 10.6 亿元（人民币，下同），占总收入 60.2%。

公司建立了面向分销商的一体化数字管理系统，由面向分销商的电子商务平台（立购台）、分销商内部数字化运营平台（立购盈）、和分销商面向销售点的管理平台（立购窗）三部分组成，内部实现数据打通，得以对分销商的进销存实现精准、实时管理。在 2020 年 COVID-19 疫情期间，公司就通过分销商的数字化平台召开数字化线上订货会，成功解决疫情期间分销商无法开展线下展销会的困境。公司亦建构了高效的供应链管理体系以及快速应变的能力，将 100 家供应商接入数字化平台，通过 SRM 系统将采购订单、库存资料、产能、模具等协同管理；并通过 ERP 系统，将供应生产进行数字化，从而确保有序开展生产。

### 线上渠道

公司自 2018 年起积极开拓线上销售渠道。从 2018 年开展第一个天猫线上渠道，发展到如今在 20 多个线上渠道开设自营线上商店，包括天猫、京东、拼多多及唯品会等，足以印证公司跨平台的运营能力。线上渠道还包括第三方线上分销商，这些分销商再通过其于天猫、京东、拼多多、唯品会、网易严选及苏宁易购等主要电商平台的线上商店进行终端销售。同时，公司亦利用抖音、小红书等新兴社交平台推广品牌及产品，积极参与电商直播业务。2021 年，公司与明星/达人合作直播数量超过 300 次，并在各大线上平台与中顺洁柔、王老吉等开展联合营销活动，参与直播间联合活动，强势拉动流量及新会员人数增长。

从收入表现看，公司线上销售收入从 FY18 的 1,500 万元，增长至 FY21 的 4.3 亿元，占总收入 24.1%，平均复合增长率为 203%。从销量看，公司各品牌在线上渠道表现亮眼，超威品牌在 2020 年同时获得天猫驱虫类目排名及电热蚊香液类目双第一，倔强的尾巴在天猫旗舰店上市四个月即实现宠物香水除味类目品牌排名第一。

图表 2: 与明星/达人合作直播推广产品



图表 3: 小红书上推广新产品



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 小红书, 中泰国际研究部

## 增长优势: 进军宠物护理赛道 开辟第二增长曲线

### 携经验优势强势切入宠物护理赛道

公司看好中国养宠家庭的比例快速上升, 并利用在家化行业运营的经验, 强势切入成长性更强的宠物护理行业。凭借先前建立的可复制孵化品牌能力、高效新品研发体系、跨渠道跨平台的销售运营能力及在家居和个人护理业务中积累的专业知识技术, 公司于 2019 年联合日本狮子化学株式会社、德国巴斯夫、瑞士芬美意等组成核心研发团队, 创立宠物护理品牌倔强的尾巴, 推出宠物除味喷雾、猫砂等一系列产品。新品上市 4 个月, 获得天猫宠物香水除味剂类目排名第一。2020 年天猫双 11 期间, 倔强的尾巴水蜜桃喷雾在天猫香水除味剂类目排名第一, 并被评为天猫金妆奖最具潜力宠物新锐品牌。2021 年 4 月, 凭借倔强的尾巴在宠物护理赛道建立的认知度, 公司推出倔强的嘴巴品牌, 首款产品为冻干鲜肉粮。2022 年公司邀请艺人杨迪担任倔强的嘴巴的代言人, 全力加速线上和线下全渠道业务布局, 还利用全国性的销售网点实现新区域拓展。FY21 宠物护理品类收入 5,300 万元, 同比增长 139%, 占总收入 3.0%。2022 年上半年公司已经落地 6-7 款宠物护理新产品和升级产品, 进一步满足细分市场的客户需求。我们认为公司在研发、生产和营销方面都具备天然先发优势, 预计宠物护理产品将实现飞跃式成长。宠物品类产品将成为公司继家居护理品类后的第二个增长引擎。

### 从纵向、横向多维度强化宠物护理领域地位

为加速布局宠物食品领域, 2021 年 11 月, 公司宣布以 6,700 万元战略性投资中国宠物主粮加工商山东帅克。山东帅克为一家拥有领先的产能及技术, 从事天然鲜肉宠物主粮加工的公司。朝云将与山东帅克在宠物食品研发、采购、生产、供应链等领域开展战略合作。山东帅克成为倔强的嘴巴的战略供应商后, 朝云可享受山东帅克核心大客户的优惠政策, 在降低供应成本之余, 双方可进一步加强在宠物食品领域的研发, 以赋能公司在宠物行业的发展。

继在宠物食品领域纵向合作之后, 2022 年 4 月, 公司宣布以收购和注资结合的方式持有武汉中博绿亚生物科技有限公司 (中博绿亚) 30.0% 股权, 在宠物护理产品领域谋求横向发展。收购交易完成后, 公司成为中博绿亚的第二大股东。中博绿亚专注于研发、生产和销售宠物药品及保健品领域, 深耕逾 16 年, 总部位于湖北武汉, 旗下拥有“小宠”和“安力达”品牌。小宠品牌专注于宠物药品领域, 产品涵盖宠物肠胃健康、关节补钙、体外/体内驱虫、皮肤护理、耳部护理、营养素、发炎感染等方面; 安力达是高端宠物药品, 只在专业宠物医院销售。中博绿亚拥有国家发明专利技术 6 项、实用新型专利 10 项、版权著作 10 项, 已获得兽药批文 20 个, 其中二类新兽药批文 5

个、五类新兽药批文1个、在研新药15个，同时拥有完善的宠物药和保健品生产线，是国内专业的宠物药 GMP 认证企业。中博绿亚将成为朝云在宠物保健品领域的主要代工，加之两家公司在研发能力、医院的销售渠道及供应链等多方面产生协同，这将进一步拓宽宠物业务范围，加强宠物赛道竞争力。除了对山东帅克和中博绿亚的投资，朝云还将积极寻求宠物板块并购、完善上游供应链布局，持续深化宠物业务。

图表 4：“小宠”品牌产品



图表 5：“安力达”品牌产品



来源：中博绿亚，中泰国际研究部

来源：中博绿亚，中泰国际研究部

## 公司背景

### 立白系内唯一上市平台

朝云集团发源于立白超威事业部。公司前身是 2006 年两位立白集团创始人陈凯旋先生和陈凯臣先生成立的安福超威，旨在将当时立白的衣物洗涤日化业务扩展至其他家居护理产品。2018 年安福超威进行一系列重组，通过组织架构变更，品牌升级，柔性供应链改革以及渠道运营规则变革，成为朝云集团的全资附属公司。2019 年，公司的新一代管理团队全部就位，同年安福超威被认定为国家级高新技术企业。2020 年公司进入快速成长期，被列入国家级疫情防控重点企业，并且在叶檀成立合资企业，成为海外供应链的一部分。2021 年 3 月公司在港交所主板上市，也是立白系内唯一上市平台。

图表 6：公司发展里程碑

2006 年	安福超威成立 同年在中国以“超威”及“西兰”品牌推出多品牌组合产品
2010 年	“贝贝健”品牌面世，并推出含新配方的新型驱蚊剂，更适合儿童的特殊需求
2011 年	“威王”推出新的家居清洁产品线 第二家生产基地在广州开始运营
2012 年	在中国开发出首款由天然植物提取物制成的家用天然除虫喷雾
2015 年	与日本除虫菊株式会社开始业务合作 公司产品在中国杀虫驱蚊市场排名第一
2016 年	西兰空气清新喷雾获中环联合（北京）认证中心有限公司认证为中国环境标志产品
2017 年	“威王”品牌获广东省著名商标评审委员会认可为“广东省著名商标” 以“倔强尾巴”及“德是”品牌推出宠物护理产品以满足有宠物家庭的需求
2019 年	以“润之素”品牌进入中国个人护理市场 安福超威被认定为高新技术企业
2020 年	超威生物科技被列入新型冠状病毒肺炎疫情防控重点保障企业名单（第一批） 与厦门宇好投资有限公司在越南成立合作企业 Vietnam Bestwin，朝云拥有 51.0% 控制权
2021 年	以“倔强嘴巴”品牌推出宠粮产品以满足有宠物家庭的需求
2022 年	收购中博绿雅 30% 股权，布局宠物健康医药领域，深入宠物医院渠道，深化宠物板块业务

来源：公司资料，中泰国际研究部

### 多品类产品涵盖生活全方位

公司经过多年的内部孵化和外延并购，已经发展成为中国领先的一站式的家居、个人、宠物护理平台。公司的产品形成了多品牌、多品类、全渠道的产品矩阵，致力于为消费者提供高效、便捷、安全的产品。公司有八个核心品牌，包括专注于家居护理方面的“超威”、“贝贝健”、“威王”和“西兰”；专注宠物护理的“倔强尾巴”、“倔强嘴巴”和“德是”；以及专注个人护理的“润之素”品牌。公司与中博绿亚合作后，还将推出宠物保健品产品，持续宠物丰富产品线。



图表 7: 公司的多品牌多品类产品矩阵

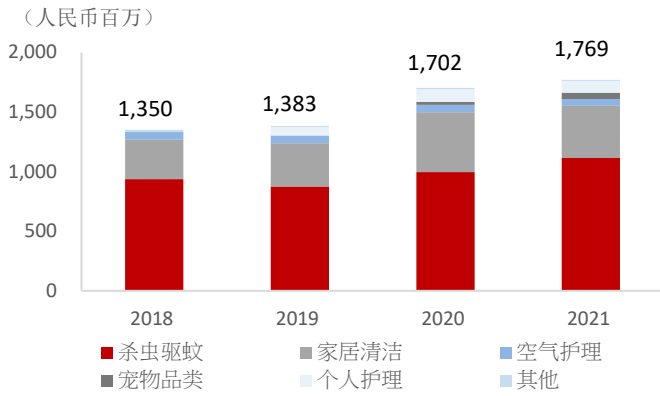
专注赛道	品牌	推出年度	主要产品	市场定位	产业样貌
家居护理		1995	空气护理产品, 空气清新喷剂、除甲醛系列、去味香珠等	空气护理专家, 为消费者提供一站式空气护理解决方案	
		2002	杀虫驱蚊产品, 如盘香、电热蚊香液、电热蚊香片、防蚊网等	杀虫驱蚊领导品牌, 为消费者提供健康安全的驱蚊杀虫解决方案	
		2010	杀虫驱蚊产品, 电热蚊香液、电热蚊香片、贝贝健防蚊网、驱蚊啫喱等	专业儿童适用杀虫驱蚊品牌, 植物安全配方, 健康除菌, 宝妈安心之选	
		2011	家居清洁除菌产品, 厨房清洁剂、洁厕净、洗衣机槽清洁剂系列等	除垢更除菌, 全方位家居除菌清洁专家	
个人护理		2019	个人护理产品, 护手霜、SOD密(超氧化物歧化酶)、洗手液等	为大众消费者提供简约自热全家适用的品质呵护	
宠物护理		2019	宠物护理产品, 除菌喷雾、除臭抑菌洁牙凝胶, 混合猫砂等	为养宠家庭提供全套清洁护理解决方案, 定位中档大众宠物护理产品消费市场	
		2020	宠物护理产品, 海洋系列犬用香液、宠物清洁除味香液、猫用香波等	为养宠家庭提供不同的消费体验, 定位高端宠物护理产品消费市场	
		2021	全价猫粮、全价成犬粮、幼犬粮、零食猫条、宠物营养补充剂等	定位中高端宠物食品品牌, 致力于宠物大健康、微生态制剂、基因序列、医药保健等领域的研究, 为养宠家庭提供高品质沉浸式体验的宠物营养膳食解决方案	

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

从收入结构来看, 家居护理赛道(包括杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理产品)为公司收入主要贡献者, FY21 收入为 16.1 亿, 占总收入 90.9%, 其中杀虫驱蚊产品收入为 11.1 亿, 占总收入 63.0%。FY21 家居护理产品收入同比增长放缓至 3.1%, 主要是受到 FY20 年高基数(FY20 同比增长 20.0%), 以及当中家居清洁产品的需求同比下跌所影响。宠物护理和个人护理赛道 FY21 收入分别为 5,300 万和 1.0 亿。虽然宠物护理产品是公司新开拓的业务板块, 只占总收入的 3.0%, 但增长势头迅猛, FY21 宠物护理产品收入同比增长 138.9%。

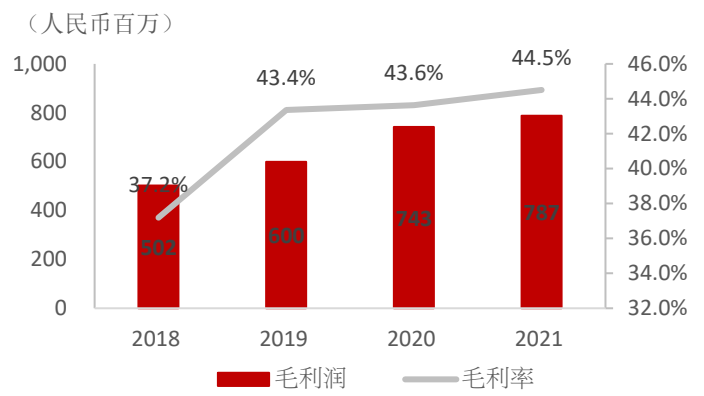
公司毛利率稳步提升, 从 FY18 的 37.0% 上升至 FY21 的 44.5%, 其主因是毛利率较高的产品(家居清洁和宠物护理产品)和各品类新产品的收入占比提升所致。各品类当中, 宠物护理产品的毛利率最高, FY21 为 58.0%。

图表 8: 2018–2021 公司收入增长



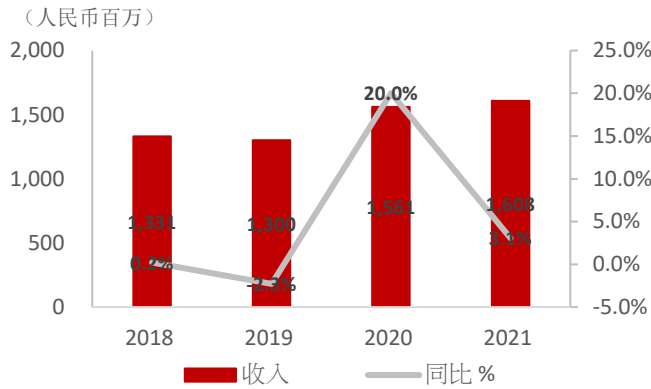
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 9: 2018–2021 公司整体毛利和毛利率



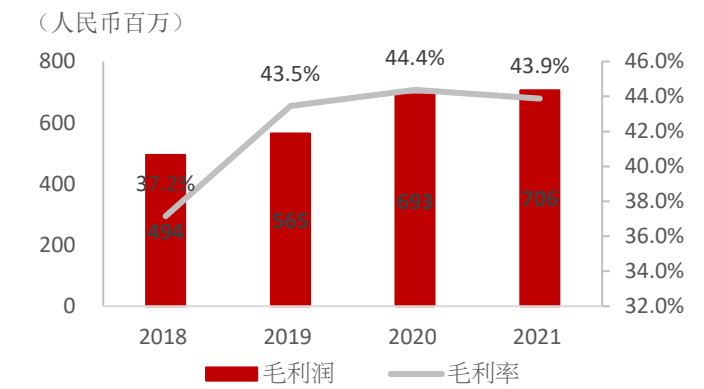
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 10: 家居护理产品收入增长



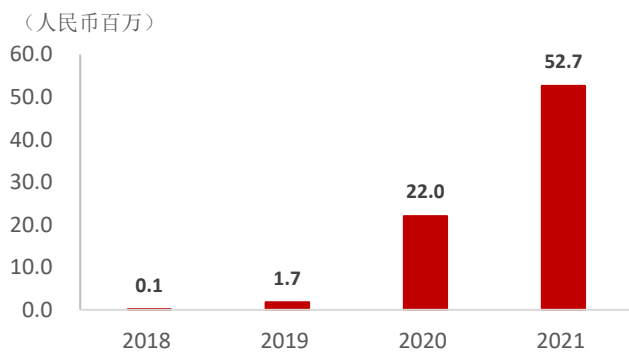
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 11: 家居护理产品毛利和毛利率



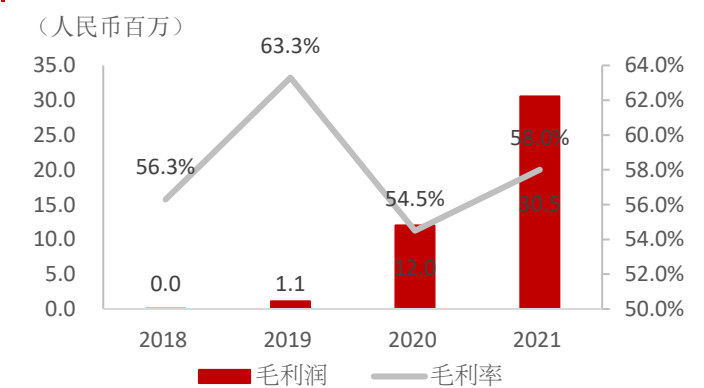
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 12: 宠物护理产品收入



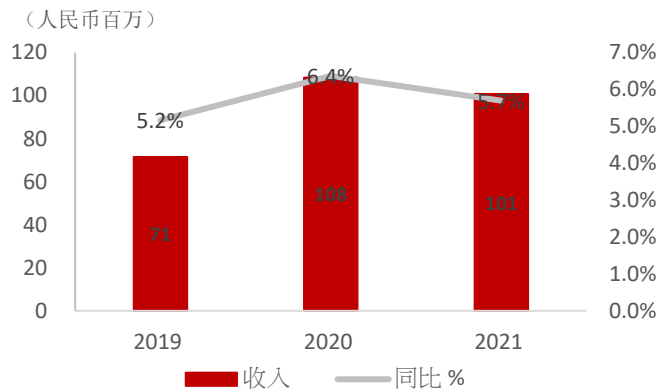
来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 13: 宠物护理产品毛利和毛利率

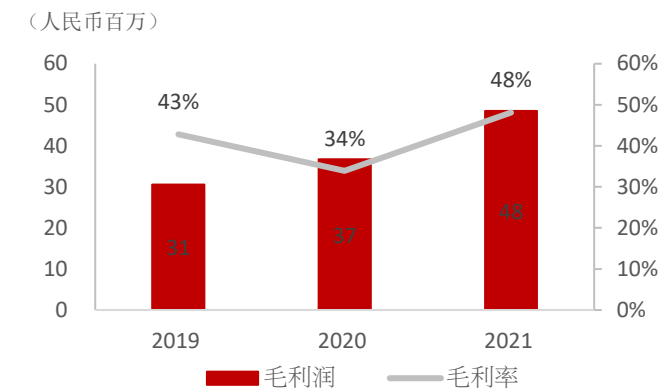


来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 14: 个人护理产品收入



图表 15: 个人护理产品毛利和毛利率



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 16: 公司高级管理层

姓名	年龄	职位	简介
陈丹霞	42	执行董事、董事长兼首席执行官	为控股股东陈凯臣及马惠真的女儿。在消费品行业中拥有逾 15 年经验, 曾担任宝树集团的独立非执行董事和上海新高姿总经理。在公司主要负责监督整体管理及业务运营, 并制定集团的策略及运营计划。陈女士取得澳大利亚悉尼大学市场营销与战略管理专业荣誉商学硕士学位。
谢如松	55	执行董事兼副总裁	于快速消费品行业拥有超过 30 年经验, 包括销售、品牌管理及供应链相关经验, 主要负责公司供应链的整体管理。谢先生曾在上海莊臣有限公司工作近 14 年, 最后职务为销售经理; 以及曾在一家造纸公司上海多特纸品有限公司担任生产经理。谢先生取得中国复旦大学工商管理硕士学位。
钟胥易	41	首席财务官	在消费品行业中拥有超过 17 年经验, 主要负责公司财务和资讯科技的整体管理。钟先生曾负责超威事业部的财务管理。钟先生取得中国广东财经大学(前称广东商学院)会计学学士学位、中国中山大学会计硕士学位、清华大学现代工商管理课程结业证书, 以及国际注册内部审计师资格。
王冬	43	首席运营官兼品牌管理中心总经理	在消费品行业超过 18 年经验, 主要负责监督公司的整体业务运营及品牌管理。曾在广州立白担任品牌管理中心副总经理兼媒介传播部总监。王女士取得武汉轻工大学(前武汉工业大学)包装工程及工商管理双学位。
高吉祥	35	营销管理中心总经理	于消费品行业有约 13 年经验, 主要负责公司的营销管理、曾担任上海润之素的副总经理。高先生取得中国四川大学国际政治学士学位。
杨钰	38	经营管理中心总经理	于消费品行业有超过 14 年经验, 现负责监督公司的人力资源及经营管理。杨先生曾任职于广州立白, 职务为经营管理部总监。
丁嘉佳	36	电商运营中心总经理	丁女士曾任职于阿里巴巴, 担任行业专家。现负责监督公司的电子商务运营。
石训勤	48	投融资中心总经理	石先生负责监督公司的投融资相关事宜。石先生曾任职于广州立白, 为金融及资本运营中心副总经理, 以及曾担任超威事业部的企业投融资事务。

来源: 公司资料, 中泰国际研究部

## 行业概览

### 中国日化行业概览

中国日化行业 2019-2024E 年复合增长率 8.8%

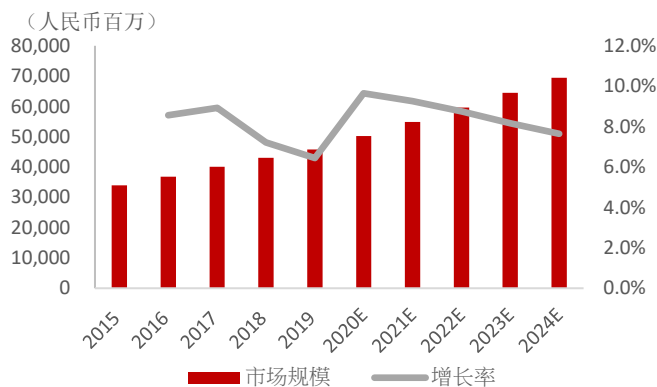
中国日化行业涵盖家居护理、织物护理、个人护理及宠物护理等四个重要民生日用品细分市场。根据灼识咨询报告，中国日化行业零售额从 2015 年的 4,023 亿元增长至 2019 年的 5,833 亿元，期间复合增长率为 9.7%；并预计整体行业零售额将于 2024 年增长至 8,873 亿元，2019 - 2024 年间对应复合增长率为 8.8%。从行业规模来看，按 2019 年零售额计算，中日化行业占比最大的细分行业是个人护理，占比 78.6%。宠物护理、家居护理和个人护理是三个增长最快的细分行业，预计 2019 年至 2024 年间零售额的复合增长率分别为 17.8%、8.7% 及 8.9%。

#### 家居护理行业：把握低线城市增长

家居护理产品包括家居清洁、餐具护理、杀虫驱蚊、空气护理等。中国是全球第二大家居护理市场，仅次于美国。根据灼识咨询报告，2019 年中国家居护理行业零售额为 458 亿元，对应复合年均增长率为 7.8%，增速远高于全球增速 3.6%。预计行业零售额将进一步增长至 2024 年的 694 亿元，2019-2024 年的复合年增长率为 8.7%。消费升级促进家居护理行业向中高端产品发展。

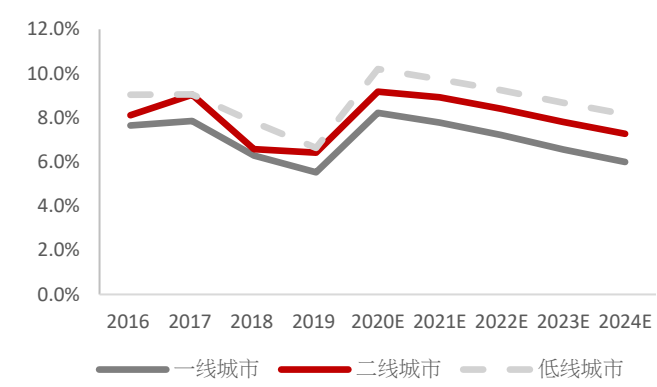
中国低线城市的四类家居护理产品的渗透率为 15.8%-63.3%，相对低于一线城市的 25.4%-79.3%，以及二线城市的 20.6%-70.9% 渗透率。随着人们愈加注重卫生和居住环境的舒适度，灼识咨询预计未来低线城市的家居护理产品渗透率将进一步提高至 17.7%-70.1%。

图表 17：2015-2024E 中国家居护理市场零售额规模



来源：灼识咨询报告，中泰国际研究部

图表 18：中国家居护理市场零售额增长率（按城市线级划分）



来源：灼识咨询报告，中泰国际研究部

#### 家居清洁：疫情促进家居清洁产品稳定增长

中国是全球第二大的家居清洁市场。2019 年行业零售额为 193 亿元，2015-2019 年复合增长率为 9.5%，增速快于全球市场增速 3.4%。灼识咨询预计到 2024 年行业零售额将增长至 338 亿元。2020 年爆发的疫情使消费者对家居环境健康卫生意识大幅提高，促使对消毒产品的需求高速增长，预计中国消毒产品零售额将在 2019-2024 年间的复合增长率为 18.4%。

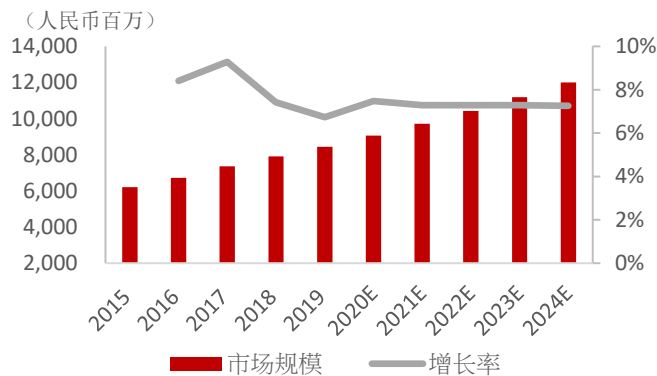
### 杀虫驱蚊：新品类升级、儿童产品推动行业增长

中国杀虫驱蚊市场是全球最大，也是全球增长最快的市场。2019 年中国杀虫驱蚊零售额 84 亿元，2015-2019 年间的复合年增长率 8.0%，增速快于全球市场的 3.4%。灼识咨询报告预计零售额将持续增长至 2024 年的 120 亿元，2019-2024 年间的复合增长率为 7.3%。由于居民关注户外出行场景，携带方便的驱蚊产品成为过去五年增长最快的细分品类。杀虫驱蚊产品从传统向新型产品形态转变，新型产品的迭代升级推动行业增长：由传统盘香等产品升级到电热蚊香片/电热蚊香液，再到防蚊网、驱蚊液、防蚊湿巾等。2019 年中国新型杀虫驱蚊占有所有驱蚊杀虫产品零售额约 44%，低于发达国家的 70%。儿童适用的杀虫驱蚊产品也受到市场关注，该细分市场规模预计在 2019 至 2024 年间复合增长 19.3%，远高于整体杀虫驱蚊市场增速。

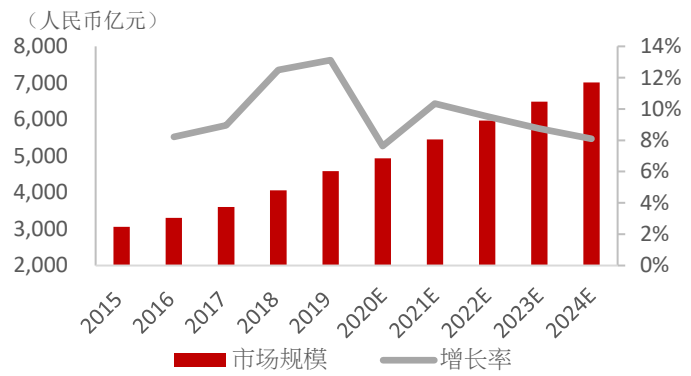
### 个人护理市场：最大日化行业细分市场

按 2019 年零售额划分，个人护理是日化行业里占比最大的细分市场，占比 78.6%。根据灼识咨询报告，中国个人护理市场包括护肤、彩妆、口腔护理、头发及身体护理、洗手液、花露水及其他（男士、婴幼儿、香水、防晒产品等）。2019 年市场规模约 4,587 亿元，受疫情后消费者对公共及个人健康与卫生意识提升的带动，该行业预计到 2024 年增长至 7,014 亿元，期间年复合增长 8.9%。

图表 19：2015-2024E 中国驱蚊杀虫市场规模增长



图表 20：2015-2024E 中国个人护理市场零售额增长率



来源：灼识咨询报告，中泰国际研究部

来源：灼识咨询报告，中泰国际研究部

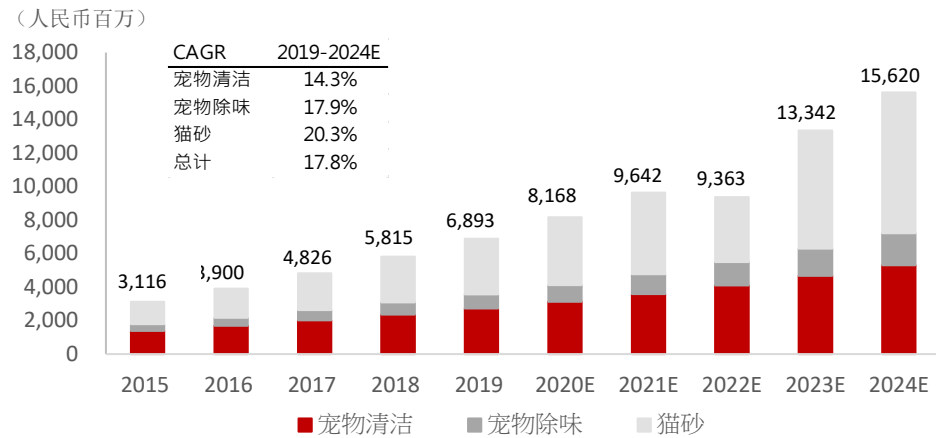
## 中国宠物市场概览

### 中国养宠渗透率持续提升

宠物行业是指一切围绕着“宠物”而产生的产业链，涉及到宠物的繁殖与宠物交易，以及围绕宠物消费的商品和服务，包括宠物食品、宠物用品、宠物医疗和宠物服务。目前，中国宠物行业逐渐发展出覆盖宠物衣食住行、生老病死的全产业链。

2019 年中国城镇宠物猫狗数量为 9,920 万只，2015 - 2019 年复合增长率为 11.6%。中国单身人口和空巢老人数量的提升将进一步推动养宠热潮，预计中国城镇宠物猫狗数量在 2024 年将增长至 1.39 亿只，2019 - 2024 年复合增长率为 7.0%。2019 年中国养宠家庭占比仅为 21.0%，对比英国和美国家庭 40%和 67%的养宠比例，中国家庭养宠比例仍有较大的提升空间。中国养宠人群也逐步呈现年轻化趋势。2015 年 30 岁以下养宠人士的占比约为 40%，到 2019 年已经上升至约 53%。根据灼识咨询报告，预计中国宠物护理产品（包括宠物清洁、宠物除味、猫砂）的市场规模在 2019 - 2024 年间复合增长率将达 17.8%。

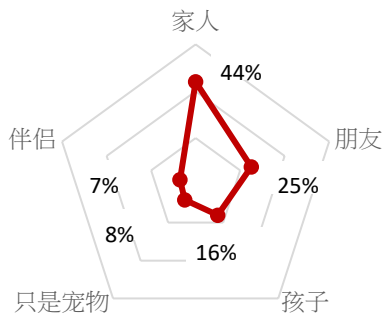
图表 21: 中国宠物护理产品市场规模



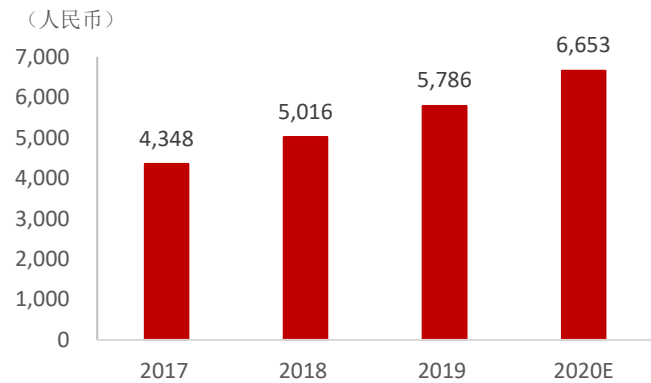
来源: 灼识咨询报告, 中泰国际研究部

年轻一代更注重宠物的健康、营养和颜值, 并且随着宠物在家庭中的地位日渐提升, 宠物“情感性”的角色越趋明显, 因此养宠群体对于高品质的宠物用品和食品、宠物护理、以及宠物医疗呈现更高的购买意愿, 宠物消费领域将迎来整体升级。

图表 22: 宠物在生活中充当的角色



图表 23: 2017-2020E 中国猫狗人均单只年消费金额



来源: 2021 年 4 月第一财经调研数据, 数据说, 中泰国际研究部  
数据说明: 您认为您的宠物在生活中是什么角色? N=1321

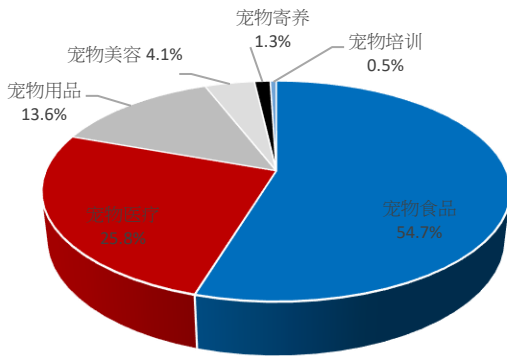
来源: IT 桔子《2020 年中国宠物消费市场分析报告》, 中泰国际研究部

### 宠物食品行业驶入快车道

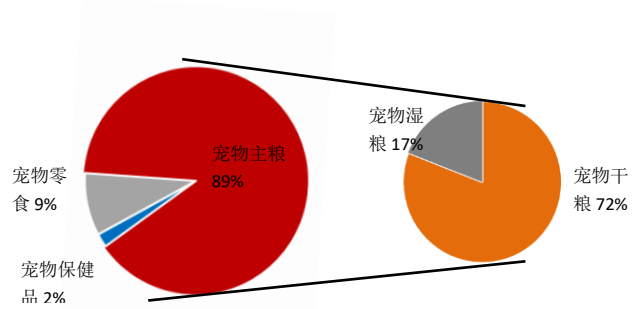
宠物食品在宠物行业内占主导地位, 是行业爆发受益最大的子行业。根据 Euromonitor 的数据统计, 2020 年中国宠物食品消费结构中, 宠物主粮、宠物零食和宠物保健品占比分别为 89%、9%和 2%。中国宠物食品行业自 1993 年美国“宝路”和“伟嘉”品牌进入国内市场后, 其他国际企业陆续在国内建厂, 宠物食品行业初具雏形。2008 - 2017 年间, 中国宠物食品行业呈现爆发式增长, 宠物食品市场规模复合增长率超过 30%, 成为全球宠物食品市场增长最快的地区之一。近年来, 随着养宠人群的快速增长, 中国宠物食品行业进入快速发展阶段。根据 Euromonitor 的数据统计, 2018 年中国宠物食品市场规模为 289 亿元, 预计 2021 年增长至 536 亿元, 期间的年复合增长率为 22.9%, 行业规模增速远高于全球平均水平的 5.7%。

国际品牌企业因起步较早占据先机，占据中国宠物食品行业半壁江山。随着本土企业的生产工艺日趋成熟，自主品牌日渐崭露头角，并加大营销投入，市场竞争力与品牌影响力已显著提高。据 Euromonitor 统计显示，截止 2020 年末，中国宠物食品市场份额相对分散，排名前十的宠物食品制造企业市场占有率合计约 30%，其中以美国玛氏（包括皇家、宝路等多品牌）、瑞士雀巢为代表的国外宠物食品品牌在国内市场和合计市场占有率为 13.2%（玛氏市场份额为 10.5%，排名首位），余下单一企业的市场占有率相对分散。市场结构的分散给予本土企业较好的增量空间。

图表 24：2020 年中国宠物市场消费结构



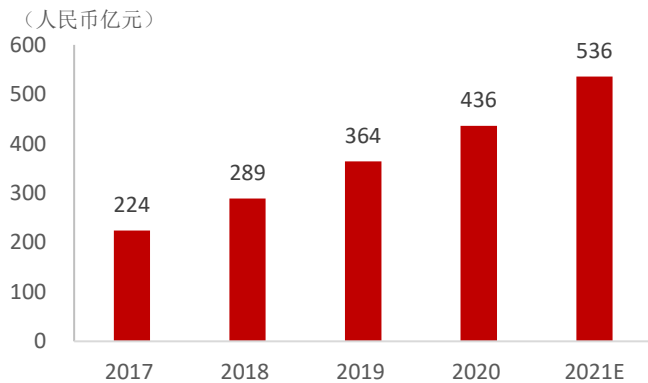
图表 25：2020 年中国宠物食品消费结构



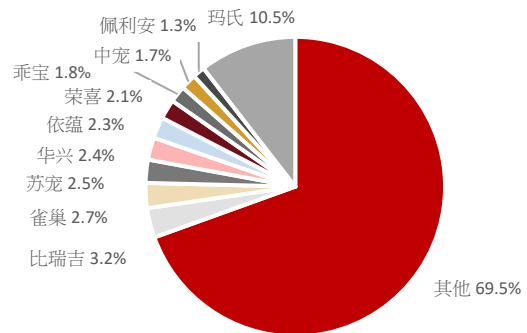
来源：《2020 年中国宠物行业白皮书》，福贝宠物招股书，中泰国际研究部

来源：Euromonitor，福贝宠物招股书，中泰国际研究部

图表 26：2017-2021 中国宠物食品市场规模



图表 27：2020 年中国宠物食品市场各公司市占率



来源：Euromonitor，福贝宠物招股书，中泰国际研究部

来源：Euromonitor，中泰国际研究部

**宠物护理行业：新兴行业崛起，低线城市市场增长迅猛**

中国宠物护理市场包括宠物清洁类（香波浴液、耳部/口部清洁）、宠物除味类（除臭、除菌、香水）和猫砂等产品。根据灼识咨询，2019 年中国宠物护理产品市场零售额为 69 亿元，并预计持续增长至 2024 年的 156 亿元，年复合增长率为 17.8%。宠物护理产品消费进入高速增长阶段。

按城市线级划分，消费者主要来自一线城市，但二线、低线城市消费者增长更为迅猛。2015 至 2019 年，一线、二线及低线城市宠物护理产品的零售额复合年增长率分别为 20.4%、23.2%及 25.6%。预计 2019 年 2024 年增长将会持续，一线、二线及低线城市宠物护理产品的零售额复合增长率分别为 16.5%、18.4%及 20.7%。往后低线城市的消费将成为主力军。

## 盈利预测及估值

### 公司未来增长动力

#### 1. 丰富产品品类

公司已经战略性布局宠物护理赛道中的主粮和用品品类，FY21 取得收入 5,300 万元，毛利率 58.0%。凭借出色的品牌孵化体系，以及成功培养多个品牌成为细分行业中头部品牌的经验，公司有望快速建立消费者对“倔强的尾巴”和“倔强的嘴巴”的品牌认知度，强化品牌在宠物赛道中的产品竞争力。公司计划未来还将推出宠物零食和宠物保健品等，持续丰富宠物产品品类。2022 年公司计划在宠物护理领域推出 P90 鲜肉粮、全价猫粮主食罐、冻干零食、新升级洁齿水、宠物一次性浴巾等新产品；计划在个人护理方面推出头发护理产品丰富产品线，进一步强化多品牌多品类的策略，扩充品类矩阵，满足细分市场消费者需求。

#### 2. 原有产品升级

公司将升级和挖掘原有品类的增长点和盈利能力，进行品类延展，引领行业升级迭代。目前，公司已积累了丰富的新产品研发和产品升级迭代经验，将持续创新升级原有产品，带动消费者提升细分化需求，引领细分子行业发展。公司于 2021 年上市募集时，也提到计划将 4.6 亿港元用于针对更广泛消费场景中新产品的研发、现有产品的升级以及新品牌和新品类的开发，包括研发中心的建设和升级等以支持其研究活动。

#### 3. 深化销售渠道

公司将在现有超过 60 万家销售网点的基础上持续扩张，加强形象门店建设，打造百万分销门店，深入低线城市，进一步巩固品牌和产品优势。公司正布局商用渠道，逐步深入与保险、金融、银行、企业等深度合作；同时也在加快与母婴渠道、药店渠道、酒店餐饮渠道等合作。线上渠道方面，公司线上销售近年取得快速增长，FY21 线上收入同比增长 45.0%至 4.3 亿元，线上销售占比从 FY19 的 11%提升至 24.1%。公司将继续强化与社区电商多多买菜、淘菜菜、兴盛优选等线上平台的合作。预计未来线上销售收入增速将超越线下销售。

## 盈利预测

### 收入预测

#### 1. 家居护理

FY21 家居护理板块（包括杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理产品）收入 16.1 亿元，同比增加 3.1%，其中杀虫驱蚊/家居清洁/空气护理产品收入分别为 11.1 亿/4.4 亿/5,700 万元。2021 年家居护理产品收入增长从 2020 年的高基数回落，由于出现同业争相主动降低价格促进销量的情况，但低价策略不符合公司的利益，因此公司未参与价格竞争。

2022 上半年国内疫情反弹以及城市封控措施导致线下销售受到影响，上半年销售面临挑战，增长放缓。我们认为下半年在疫情受控的情况下，家居护理产品销售将恢复正常水平。我们保守预计 FY22E/FY23E 家居护理板块收入分别为 15.9 亿/17.1 亿元，同比增加-1.2%/7.9%。我们认为疫情将中长期推动消费者对家居清洁卫生产品的需求，消费者将更加理性地选择清洁产品，未来家居护理产品增长趋于稳定。



## 2. 宠物护理

公司战略性布局宠物护理行业，并积极强化与上游合作，以及多维度发展新品类，内生增长和外延并购成为宠物品类的增长引擎。短期内，宠物护理产品也受到疫情反弹影响，长期来看，公司未来有望受益于中国宠物相关行业的增长红利，在本土宠物护理品牌市场格局分散下跑赢行业。宠物护理产品成为公司重要的业绩增长点。我们预计 FY22E/FY23E 宠物护理收入将增长至 1.0 亿/1.6 亿元，同比增长 92%/60%；2011-2024E 年间的复合增长率预期为 66.4%。

## 3. 个人护理

个人护理产品主要受产品升级，以及消费者对健康和美容意识的提高所带动。受到洗手液同业降价促销的影响，公司 FY21 个人护理产品收入 1.0 亿，同比下跌 7%。我们预期个人护理产品收入未来保持年均 5%-8% 的增长。

综合以上所述，预测公司 FY22E/FY23E 总收入为 18.1 亿/20.0 亿，同比增长 2.1%/10.7%。

### 毛利率

我们认为公司一方面进行产品结构优化，将传统产品升级迭代；提升高毛利产品占比（毛利率较高的宠物品类占总收入比例与 FY22E 提升至 7.7%）；以及扩大线上销售带来支撑毛利率。另一方面，日化原材料价格的高企对毛利率产生抑制作用，以及疫情反弹和供应链受阻也对毛利率造成不利影响。在双面夹击下，我们保守预计 FY22E/FY23E 公司整体毛利率为 39.9%/42.0%。

### 营运开支

公司于 FY21 加大了营销推广活动及增加了员工人数，因此销售开支和行政开支分别同比上升 41.5% 和 111.6%，分别占总收入的 29.8% 和 10.1%。2022 年公司将持续拓展渠道，加快低线城市的销售覆盖和推广，但疫情为经营环境增添了不确定性。我们预期 FY22E/FY23E 销售开支占收入比重下降至 27.7%/28.7%，行政开支占比略微下降至 7.4%/8.2%。在有效的成本控制措施下，FY22E/FY23E 公司营运利润率将分别从 FY21 的 6.9% 提升至 9.3%/10.1%。

### 净利润

预测 FY22E/FY23E 的净利润为 1.23 亿/1.43 亿元，同比增长 34.0%/15.6%，净利润率分别为 6.8%/7.1%。在我们的盈利模型里预测公司 FY21E - FY24E 年间的净利润复合增长为 22.1%。

### 现金充裕慷慨派息

截至 2021 年底，公司应收账款天数维持在 18 天，库存周转天数为 130 天。资产负债表健康，公司定期存款及账上现金共 26.7 亿，无有息负债，每股净现金等值 2.54 港元。FY21 公司每股派息 0.068 港元，派息率高达 80%。预计未来两年公司将维持 80% 派息率，按当前股价计算，股息率高达 4.4%。

## 估值与评级

从传统空气清新喷雾和杀虫驱蚊盘香，朝云集团不断将产品更新换代和开辟新品类，蜕变成从空气护理、杀虫驱蚊到儿童驱蚊、家居清洁、个人护理、宠物护理等全方位领先的家庭护理产品平台。凭借强大的研发能力，可复制的品牌孵化体系，高知名度品牌以及多元化的渠道销售平台，我们认为公司可以享受到中国日化品牌整合过程中的市场红利，进一步拓展业务版图，提升市场份额。

我们将公司与海外、中国日化产品企业、及国内主要宠物品类企业的估值作对比。大部分日化企业的 FY22E/FY23E 平均市盈率估值为 27.5 倍/23.4 倍。中国宠物品类上市公司 FY22E/FY23E 的平均市盈率为 30.7 倍/22.4 倍。考虑到朝云集团是中国一站式家居护理、个人护理和宠物护理平台，享受宠物品类中国本土企业市场份额增长的红利，及公司正处于高增长时期，FY21E - FY24E 年间的净利润复合增长率为 22.1%，我们给予公司 FY23E 市盈率 23 倍估值，目标价 3.10 港元。我们的目标价相对公司 FY22E 除现金后市盈率仅 4.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：关键数据预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入（人民币百万）						
家居护理	1,300	1,561	1,608	1,589	1,714	1,809
宠物护理	2	22	53	101	162	243
个人护理	71	108	101	109	117	122
其他	10	11	7	7	7	7
总收入	1,383	1,702	1,769	1,806	2,000	2,182
同比增长%						
家居护理	-2.3%	20.0%	3.1%	-1.2%	7.9%	5.6%
宠物护理	1903.4%	1164.4%	138.9%	92.0%	60.0%	50.0%
个人护理	N/A	51.7%	-7.0%	8.0%	7.0%	5.0%
其他	-48.5%	12.5%	-34.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总收入	2.5%	23.0%	3.9%	2.1%	10.7%	9.1%
毛利率						
家居护理	43.5%	44.4%	43.9%	38.8%	39.9%	40.5%
宠物护理	63.3%	54.5%	58.0%	55.0%	63.0%	65.0%
个人护理	42.8%	33.9%	48.1%	43.0%	45.0%	48.0%
其他	30.3%	11.6%	35.5%	31.0%	31.0%	31.0%
整体毛利率	43.4%	43.6%	44.5%	39.9%	42.0%	43.6%
销售费用占比	24.2%	21.9%	29.8%	27.7%	28.7%	29.3%
行政费用占比	4.5%	5.0%	10.1%	7.4%	8.2%	8.5%
有效税率	20.6%	20.6%	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%
经营利润率	16.8%	17.5%	6.9%	9.3%	9.7%	10.4%
净利润率	13.4%	13.1%	5.2%	6.8%	7.1%	7.7%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

## 投资风险

### 关联交易风险

公司与立白集团在生产和销售程序上存在关联交易。2021 年公司在生产端的关联交易约占公司成本 25%，销售端的关联交易约占公司收入 15%。未来若关联交易发生变化，或对公司经营产生负面影响。

### 产品安全风险

公司产品众多，尤其涉及到儿童产品和宠物食品，这对于公司的品质监控有较高要求。如果公司的产品质量发生任何问题，将直接影响到财务表现和公司声誉。

### 市场竞争风险

中国日化市场的竞争格局非常分散，其中家居护理市场、家居清洁市场和空气护理市场以 2019 年零售额排名第一的公司所占市场份额仅为 9.9%、7.9%和 14.7%。市场参与者众多，容易产生恶性竞争。外资企业占据宠物行业大部分市场份额，其余中国本土企业的市场格局较分散，未来继有新品牌加入市场，加剧市场竞争格局。

图表 29: 日化和宠物行业同业比较

公司	代码	股价 (当地 货币)	市值 (百万美元)	3 个月平均成			历史股息率 (%)	市帐率 FY0 (x)	市帐率 FY1 (x)	EV/EBITDA FY0	EV/EBITDA FY1	ROE FY0 (%)	ROE FY1 (%)	
				交易 (百万美元)	市盈率 FY0 (x)	市盈率 FY1 (x)								市盈率 FY2 (x)
<b>朝云集团</b>	<b>6601 HK</b>	2.06	350	3.0	22.1	17.3	14.9	3.4	0.7	0.8	0.3	0.6	4.8	4.5
日化行业														
蓝月亮集团	6993 HK	5.98	4,435	13.0	33.8	30.2	23.9	2.3	2.8	2.6	17.8	16.2	8.4	8.6
上海家化	600315 CH	36.19	3,330	243.5	34.1	30.1	23.7	0.9	3.2	3.0	24.2	21.3	9.8	9.8
珀莱雅	603605 CH	174.75	7,276	280.8	85.2	63.6	49.6	0.4	16.4	14.0	64.5	47.6	22.7	22.0
宝侨公司	PG US	144.72	346,828	1,096.1	24.1	24.3	22.6	2.4	7.4	7.7	18.0	17.3	31.5	31.7
联合利华	UL US	48.07	123,212	164.3	-	20.2	18.8	-	N/A	7.2	14.5	13.6	31.4	35.5
娇生公司	JNJ US	171.11	449,879	1,198.4	22.0	17.2	16.6	2.4	6.0	5.6	14.6	13.5	25.2	32.8
狮王	4912 JP	1513	3,263	2,652.8	18.3	21.4	21.3	1.6	1.7	1.6	8.3	8.8	10.6	7.5
花王株式会社	4452 JP	5726	20,251	9,556.1	24.8	25.0	21.5	2.5	2.6	2.7	11.8	11.9	9.9	11.0
宠物行业														
佩蒂股份	300673 CH	16.62	596	34.6	56.8	27.0	20.4	0.2	2.2	2.1	26.8	15.7	3.8	7.8
中宠股份	002891 CH	25.71	1,066	64.0	62.8	41.6	28.1	0.2	3.9	3.4	29.9	22.7	6.6	8.3
依依股份	001206 CH	30.81	425	22.5	22.5	23.4	18.8	2.3	1.7	1.6	11.8	10.4	9.4	6.9

来源: 公司资料, 彭博, 中泰国际研究部

图 表 30: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

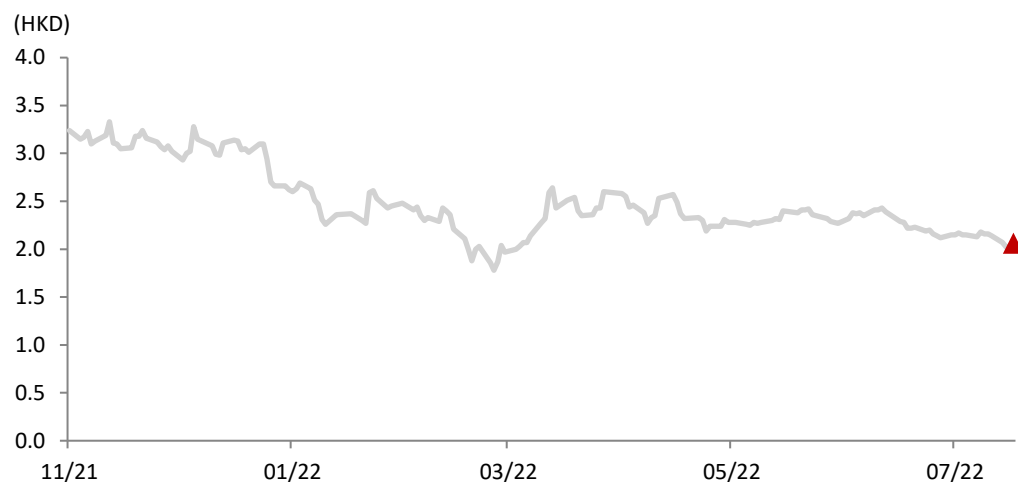
利润表	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测	资产负债表	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测
营业收入	1,702	1,769	1,806	2,000	2,182	固定资产	168	195	222	253	284
同比%	23	4	2	11	9	无形资产及商誉	0	0	0	0	0
成本	(960)	(982)	(1,085)	(1,160)	(1,231)	联营公司及合营公	0	0	0	0	0
毛利润	743	787	721	840	951	长期投资	70	70	70	70	70
毛利率	43.6%	44.5%	39.9%	42.0%	43.6%	其他非流动资产	54	54	54	54	54
其他收益	22	50	83	94	105	非流动资产	292	319	346	377	408
销售及分销成本	(372)	(526)	(500)	(573)	(639)	库存	360	340	387	414	439
行政成本	(85)	(179)	(134)	(163)	(185)	应收帐款	102	71	84	93	102
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	0	0	0	0	0
其他运营开支	(10)	(10)	(4)	(4)	(4)	其他流动资产	52	24	24	24	24
总运营开支	(467)	(715)	(637)	(740)	(829)	现金	885	2,668	2,744	2,786	2,843
营运利润 (EBIT)	298	122	167	193	227	流动资产	1,398	3,104	3,239	3,317	3,408
营运利润率	17.5%	6.9%	9.3%	9.7%	10.4%	应付账款	411	420	475	508	540
拨备	(2)	0	0	0	0	税项	43	7	41	47	56
财务成本	(3)	(2)	(0)	(0)	(0)	预提费用及其他	0	0	0	0	0
融资后利润	293	120	167	193	227	银行贷款和租赁	302	6	6	6	6
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	597	246	266	289	314
税前利润	293	120	167	193	227	其他流动负债	0	0	0	0	0
所得税	(60)	(30)	(41)	(47)	(56)	流动负债	1,353	678	788	850	915
少数股东权益	(9)	1	(3)	(3)	(3)	银行贷款和租赁	5	9	9	9	9
净利润	224	92	123	143	168	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
同比%	21	(59)	34	16	17	递延所得税及其他	0	0	0	0	0
核心净利润率	13.1%	5.2%	6.8%	7.1%	7.7%	少数股东权益	3	1	4	7	10
EBITDA	305	127	160	186	219	非流动负债	8	11	13	16	20
EBITDA 利润率	17.9%	7.2%	8.9%	9.3%	10.0%	总净资产	329	2,734	2,783	2,827	2,881
每股盈利 (人民币)	0.225	0.072	0.093	0.107	0.126	股东权益	248	2,734	2,783	2,827	2,881
增长率%	20	(68)	28	16	17	股本	168	195	222	253	284
每股股息 (港元)	0.052	0.068	0.093	0.107	0.126	储备	0	0	0	0	0

现金流量表	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测	主要财务比率	FY20 实际	FY21 实际	FY22 预测	FY23 预测	FY24 预测
EBITDA	305	127	160	186	219	毛利率 (%)	43.6	44.5	39.9	42.0	43.6
营运资金变动	86	(235)	17	20	23	营业利润率 (%)	17.5	6.9	9.3	9.7	10.4
其他	18	6	0	0	0	净利率 (%)	13.1	5.2	6.8	7.1	7.7
经营活动现金流	409	(101)	177	206	242	销售及分销成本占	21.9	29.8	27.7	28.7	29.3
已付利息	(3)	(2)	(0)	(0)	(0)	行政成本占收入百	5.0	10.1	7.4	8.2	8.5
所得税	(26)	(91)	(7)	(41)	(47)	派息率	26.2	80.1	80.0	80.0	80.0
经营活动净现金	380	(194)	170	164	194	有效税率 (%)	20.6	24.5	24.5	24.5	24.5
资本支出	(32)	(49)	(51)	(54)	(55)	总负债比率 (%)	168.4	3.4	3.3	3.2	3.2
投资	0	0	0	0	0	净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	1.0	4.6	4.1	3.9	3.7
资产出售	0	(67)	0	0	0	速动比率 (x)	0.8	4.1	3.6	3.4	3.2
已收利息	5	20	30	31	31	库存周转率 (天)	139	130	130	130	130
其他	8	(103)	0	0	0	应收账款周转率	21	18	17	17	17
投资活动现金流	(19)	(200)	(20)	(23)	(23)	应付账款周转率	143	154	160	160	160
自由现金流	361	(393)	150	141	171	现金周转率 (天)	18	(6)	(13)	(13)	(13)
发行股份	0	2,464	0	0	0	资产周转率 (x)	1.2	0.6	0.5	0.5	0.6
股份回购	0	0	0	0	0	财务杠杆 (x)	10.9	1.5	1.3	1.3	1.3
少数股东权益	3	0	0	0	0	EBIT 利润率 (%)	17.5	6.9	9.3	9.7	10.4
已付股息	(221)	(59)	(74)	(99)	(114)	利息开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	300	(300)	0	0	0	税务开支 (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
其他	(69)	(20)	0	0	0	股本回报率 (%)	171.5	4.8	4.5	5.1	5.9
筹资活动现金流	13	2,085	(74)	(99)	(114)	ROIC (%)	(157.5)	104.6	85.8	106.1	122.6
现金变动净额	374	1,692	76	42	57						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

朝云集团 (6601 HK) 股价表现及评级时间表



来源：公司资料，中泰国际研究部预测

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2022-08-08	HK\$2.06	买入 (首次覆盖)	HK\$3.10

来源：公司资料，中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805