

# 朝云集团

## 快速成长的一站式家居护理、宠物护理和个人护理平台

### 首次覆盖

#### 投资亮点

首次覆盖朝云集团 (06601) 给予跑赢行业评级, 目标价 11.80 港元, 我们看好公司成为中国领先的, 以消费者为中心的一站式家居护理、宠物护理和个人护理平台的广阔前景。理由如下:

- ▶ **公司在中国家居护理行业的杀虫驱蚊市场排名第一, 近年来积极发力高景气的宠物、个护赛道。**中国日化市场空间广、潜力大, 其中家居护理、个人护理、宠物护理规模分别为 458/4,587/69 亿元, 灼识咨询预计 2019-2024 年 CAGR 达 8.7%/8.9%/17.8%。产品创新和细分化、消费升级和健康意识提升、线上及网络营销发展是日化行业快速成长的驱动力。朝云作为行业领导者之一, 在杀虫驱蚊市场份额已连续 5 年第一, 近年来积极发力宠物及个护领域, 依托多品类多品牌运营能力、优秀企业家精神和行业并购整合经验, 亦实现快速成长。
- ▶ **多品类、多品牌、全渠道运营优势明显, 新品牌孵化能力强:**
  - ①拥有多个家喻户晓品牌和成熟品牌孵化体系: 公司的多品牌、多品类战略, 为提高渠道竞争力和消费者粘性带来较大优势, 已成功打造超威、威王、贝贝健等 7 个品牌, 近 40% 品牌品类是近 2 年孵化;
  - ②线上线下全渠道覆盖, 深度下沉的全国性销售网络: 高管团队全渠道运营经验丰富, 电商以“短平快”的爆款打造模式实现线上渠道收入 2018-20 CAGR 338% 的高速增长, 线上占比从 2018 年 1.1% 快速提升至 2020 年 17.3%, 线下拥有 62 万个覆盖全国的终端网点, 多维触达消费者;
  - ③高效数字化运营体系及柔性供应链, 强研发引领行业产品升级: 全面数字化带来的高效运营管理, 柔性供应链体系快速响应市场需求, 持续产品创新引领行业升级迭代。
- ▶ **成长路径清晰, 持续快速成长确定性强:**
  - ①优势品类进一步做大做强: 我们认为家居护理作为基本盘, 未来通过产品升级创新、线上线下渠道拓展, 增速有望快于行业;
  - ②宠物、个护赛道重点发力, 高速增长: 2019 年创立宠物护理品牌倔强的尾巴, 上市仅四个月实现天猫香水除味类目品牌排名第一, 并获得天猫金妆奖 2020 年最具潜力新锐品牌, 2020 年公司新品收入占比 17.8%, 新赛道成长前景广阔;
  - ③全渠道协同发展: 线下深度下沉覆盖全国, 线上高速发展并拓展社交电商、团购等新渠道, 2020 年公司线上销售同比增 92.8%。

**我们与市场的最大不同?** 我们认为市场低估了公司宠物业务的增长潜力及线上渠道优势。

**潜在催化剂:** 爆款产品打造, 并购整合。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2020-22 年 EPS 分别为 0.17/0.23/0.31 元, CAGR 为 35%。首次覆盖给予跑赢行业评级, 当前股价对应 2021e/22e P/E 分别为 30x/23x; 目标价 11.8 港元, 对应 2021e/22e P/E 分别为 44x/33x, 有 46% 上涨空间。

#### 风险

产品安全与质量问题; 单一品类占比较大; 关联交易。

#### 樊俊豪

分析师

junhao.fan@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080513080004

SFC CE Ref: BDO986

#### 陈文博

分析师

wenbo.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080518090003

SFC CE Ref: BNK779

#### 徐卓楠

分析师

zhuonan.xu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080520080008

SFC CE Ref: BPR695

#### 彭路璐

联系人

lulu.peng@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080120100028

SFC CE Ref: BJT944

#### 方云朋

联系人

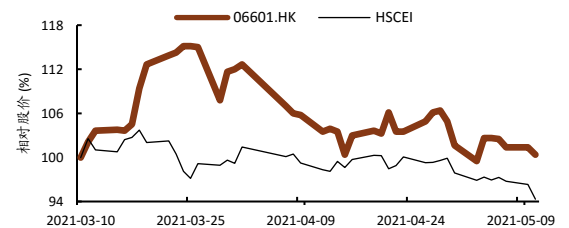
yunpeng.fang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080120040024

### 首次覆盖跑赢行业

股票代码	06601.HK
评级	* 跑赢行业
最新收盘价	港币 8.08
目标价	港币 11.80

52 周最高价/最低价	港币 9.36~7.32
总市值(亿)	港币 108
30 日日均成交额(百万)	港币 9.26
发行股数(百万)	1,333
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	1.13
主营行业	可选消费



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	1,383	1,702	2,217	2,893
增速	2.5%	23.0%	30.2%	30.5%
归属母公司净利润	185	224	305	408
增速	4.6%	20.9%	36.2%	34.0%
扣非后净利润	198	262	326	417
增速	4.9%	32.4%	24.6%	28.1%
每股净利润	0.14	0.17	0.23	0.31
每股净资产	0.01	0.19	2.35	2.58
每股股利	0.22	0.04	0.07	0.09
每股经营现金流	0.35	0.29	0.32	0.39
市盈率	52.2	40.5	30.4	22.7
市净率	730.4	36.6	3.0	2.7
EV/EBITDA	35.5	26.4	13.4	9.8
股息收益率	2.2%	0.6%	1.0%	1.3%
平均总资产收益率	16.5%	15.8%	10.1%	8.6%
平均净资产收益率	266.4%	171.5%	18.1%	12.4%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	1,383	1,702	2,217	2,893	营业收入	2.5%	23.0%	30.2%	30.5%
营业成本	-784	-960	-1,206	-1,505	营业利润	-3.0%	24.6%	33.9%	28.3%
营业费用	-334	-372	-565	-793	EBITDA	-1.4%	24.5%	32.8%	27.5%
管理费用	-62	-85	-110	-144	净利润	4.6%	20.9%	36.2%	34.0%
其他	0	0	0	0	扣非后净利润	4.9%	32.4%	24.6%	28.1%
营业利润	246	306	410	526	<b>盈利能力</b>				
财务费用	0	-3	-3	0	毛利率	43.4%	43.6%	45.6%	48.0%
其他利润	-13	-10	-12	0	营业利润率	17.8%	18.0%	18.5%	18.2%
利润总额	232	293	395	526	EBITDA 利润率	18.7%	18.9%	19.2%	18.8%
所得税	-48	-60	-81	-108	净利率	13.4%	13.1%	13.7%	14.1%
少数股东损益	-1	9	9	9	扣非后净利率	14.3%	15.4%	14.7%	14.4%
归属母公司净利润	185	224	305	408	<b>偿债能力</b>				
EBITDA	258	321	426	544	流动比率	0.86	1.03	3.22	3.03
扣非后净利润	198	262	326	417	速动比率	0.55	0.77	2.87	2.66
<b>资产负债表</b>					<b>回报率分析</b>				
货币资金	511	885	3,554	3,958	总资产收益率	16.5%	15.8%	10.1%	8.6%
应收账款及票据	91	102	126	164	净资产收益率	266.4%	171.5%	18.1%	12.4%
存货	373	360	461	575	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	59	52	68	88	每股净利润 (元)	0.14	0.17	0.23	0.31
流动资产合计	1,035	1,398	4,209	4,785	每股净资产 (元)	0.01	0.19	2.35	2.58
固定资产及在建工程	136	153	185	209	每股股利 (元)	0.22	0.04	0.07	0.09
无形资产及其他长期资产	56	57	59	58	每股经营现金流 (元)	0.35	0.29	0.32	0.39
非流动资产合计	191	210	244	267	<b>估值分析</b>				
资产合计	1,226	1,608	4,453	5,052	市盈率	52.2	40.5	30.4	22.7
短期借款	0	300	0	0	市净率	730.4	36.6	3.0	2.7
应付账款	339	411	471	588	EV/EBITDA	35.5	26.4	13.4	9.8
其他流动负债	866	641	836	993	股息收益率	2.2%	0.6%	1.0%	1.3%
流动负债合计	1,205	1,353	1,308	1,581					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	7	5	5	5					
非流动负债合计	7	5	5	5					
负债合计	1,212	1,358	1,313	1,586					
股本	29	0	1,333	1,333					
未分配利润	-15	248	1,795	2,111					
归母所有者权益	13	248	3,128	3,445					
少数股东权益	1	3	12	21					
负债及股东权益合计	1,226	1,608	4,453	5,052					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	232	293	395	526					
折旧和摊销	12	15	16	18					
营运资本变动	298	86	111	101					
其他	-70	-12	-90	-127					
经营活动现金流	473	383	433	518					
资本开支	-39	-31	-48	-40					
其他	98	12	11	19					
投资活动现金流	60	-19	-37	-22					
股权融资	0	0	2,634	0					
银行借款	0	300	-300	0					
其他	-231	-290	-61	-92					
筹资活动现金流	-231	10	2,273	-92					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	301	374	2,669	404					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 公司简介

朝云集团是中国领先的一站式家居护理、宠物护理、个人护理平台，旗下拥有超威、威王、贝贝健等全国知名品牌，覆盖杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、宠物护理、个人护理等多个品类。2018年公司重组后，在以陈丹霞董事长为核心的新一代管理团队带领下，公司实现了从组织变革、品牌升级、产品革新及柔性供应链的全方位变革，步入快速成长阶段，在新品孵化、渠道布局、研发创新等方面优势突出，我们认为未来产品升级、品类扩张及渠道拓展有望共筑可持续成长。

## 目录

<b>投资概要</b> .....	<b>5</b>
投资要点.....	5
公司股权结构清晰，与立白集团为同一实际控制人.....	8
<b>朝云集团：快速成长的一站式家居护理、宠物护理和个人护理平台</b> .....	<b>9</b>
中国领先的一站式多品类家居护理、宠物护理和个人护理平台.....	9
品类结构：以家居护理业务为基本盘，宠物护理、个人护理业务快速成长.....	9
渠道布局：线下渠道深度下沉且覆盖全国，线上渠道高速增长多维触达消费者.....	10
供应链：打造柔性及灵活的供应链体系，保障多元化且高质量产品.....	11
成本结构及原材料价格波动分析.....	12
<b>日化行业：传统品类稳健增长，新兴赛道快速崛起</b> .....	<b>13</b>
中国日化行业高景气度，空间大、增速快.....	13
品类结构：日化行业中个人护理是最大的子板块，宠物护理增速领跑.....	13
渠道结构：以线下渠道为主，电商渠道加速渗透.....	14
竞争格局：市场集中度仍较低，国货品牌崭露头角.....	15
<b>核心竞争力：强大的产品及渠道把控力，可复制的品牌孵化体系，构筑竞争壁垒</b> .....	<b>17</b>
品牌：拥有多个家喻户晓品牌和成熟品牌孵化体系，多元的产品线满足各类群体需求.....	17
渠道：线上线下全渠道覆盖，拥有深度下沉的全国性销售网络.....	19
研发：高效数字化运营体系及柔性供应链，强研发引领行业产品升级.....	21
<b>成长驱动力：产品升级、品类拓展、全渠道协同共筑成长</b> .....	<b>24</b>
产品创新引领行业变革，公司优势品类有望进一步做大做强.....	24
宠物、个护赛道积极拓展，高速增长可期.....	24
全渠道协同发展，加速线上渠道裂变成长.....	25
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>27</b>
盈利预测.....	27
估值方法.....	29
投资建议.....	30
风险提示.....	30

## 图表

图表 1：2019 年零售额超过 1 亿元的产品.....	5
图表 2：公司部分新品表现情况.....	5
图表 3：2020 年天猫金妆奖最具潜力宠物新锐品牌.....	5
图表 4：2020 年天猫金妆奖最具成长性集团.....	5
图表 5：公司全渠道覆盖体系（2020 年）.....	6
图表 6：公司管理层团队.....	6
图表 7：公司品类扩充与产品升级.....	8
图表 8：朝云股权结构（截至 2021 年 3 月）.....	8
图表 9：公司与品牌历史发展简介.....	9
图表 10：公司产品以家居护理为主，宠物护理和个人护理增长快速.....	10
图表 11：公司主要渠道布局.....	11
图表 12：公司收入按渠道划分（2017-2020）.....	11
图表 13：公司线下分销商数量变动情况（2017-3Q20）.....	11
图表 14：公司生产基地产能与产量信息（2019 年）.....	11

图表 15: 2017-3Q20 公司 ODM/OEM 成本占比 .....	12
图表 16: 公司 ROA 高于可比公司 (2020 年) .....	12
图表 17: 公司成本费用结构 (3Q20) .....	12
图表 18: 公司主要原材料价格走势 .....	12
图表 19: 中国日化行业规模及增速 (2015-2024E) .....	13
图表 20: 中国杀虫驱蚊市场规模及增速 (2015-2024E) .....	14
图表 21: 中国家居护理市场渠道结构 (按零售额) .....	14
图表 22: 电商销售占比快速提升 .....	14
图表 23: 公司所在行业的竞争格局 (2019 年) .....	15
图表 24: 我国年人均消费额 (美元) 相比发达市场有较大提升空间 (2019) .....	15
图表 25: 家居清洁在低线城市渗透率有较大提升空间 .....	16
图表 26: 2019-24E 销售额 CAGR (新型产品 vs 传统产品) .....	16
图表 27: 内外资竞争力与前景分析 .....	16
图表 28: 公司高效和成熟的品牌孵化和建设体系 .....	17
图表 29: 威王产品发展历史 .....	18
图表 30: 公司在杀虫驱蚊、家居清洁与个人护理的价格定位 (元) .....	19
图表 31: 公司与主要竞争对手产品品类覆盖对比 .....	19
图表 32: 公司线上门店成立及成就 .....	20
图表 33: 线下渠道对比 .....	20
图表 34: 公司经销商一体化的数字平台 .....	21
图表 35: 基于消费者洞察的新品研发体系 .....	22
图表 36: 公司新品推出速度加快 .....	22
图表 37: 2017-2020 年 9 月底不同品类 SKU 数量 .....	22
图表 38: 公司杀虫驱蚊产品的升级迭代 .....	23
图表 39: 疫情期间消杀类产品在短时间内快速扩产 .....	23
图表 40: 中国新型杀虫驱蚊产品渗透率有较大提升空间 (2019 年) .....	24
图表 41: 公司传统优势品类份额仍存较大提升空间 (2019 年) .....	24
图表 42: 公司产品拓展方向 .....	25
图表 43: 公司渠道四大战略 .....	25
图表 44: 公司与各行业线上销售占比 (2020 年) .....	26
图表 45: 公司线上渠道拓展策略 .....	26
图表 46: 公司重点发展消费者社区及自有平台 (2020 年) .....	26
图表 47: 收入分拆与主要假设 .....	28
图表 48: 主要财务指标 .....	29
图表 49: 可比公司估值表 .....	30
图表 50: 公司主要竞争对手一览 .....	30

## 投资概要

### 投资要点

朝云集团是中国领先的一站式家居护理、宠物护理、个人护理平台，旗下拥有超威、威王、贝贝健等全国知名品牌，产品覆盖杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、宠物护理等多个品类。2018年公司重组后，在陈丹霞董事长领导的新一代管理团队的带领下，公司实现了从组织变革、品牌升级、产品革新及柔性供应链的全方位变革，步入快速成长阶段，在研发创新、新品孵化、渠道布局等方面优势突出。我们认为，未来传统优势品类的升级迭代，宠物、个护等高增赛道的前瞻性布局，全渠道的协同发展有望共同驱动公司可持续成长。我们看好公司的核心竞争力和广阔的成长空间，首次覆盖给予目标价 11.80 港元。

**关注点一：日化行业虽然景气度较高，但行业竞争激烈且格局分散，朝云如何巩固并提升市场份额？**

我们认为，朝云作为领先的一站式多品类家居护理、宠物护理及个人护理平台，在研发创新、新品孵化、渠道协同等方面具有明显优势，重组后的朝云在新一代管理团队的带领下有望凭借灵活的多品牌、多品类战略打开新赛道的竞争格局，把握细分市场增长潜力，持续提升市场份额。

- ▶ **可复制的新品孵化能力：**公司基于精准的消费者洞察建立了高效的研发体系，成功打造了包括超威、威王、贝贝健等多个知名品牌，2019年共有多款零售额超1亿元的明星单品，品牌口碑深入人心。2019年公司先后推出宠物护理品牌“倔强的尾巴”及个人护理品牌“润之素”，其中“倔强的尾巴”品牌上市后仅四个月实现天猫香水除味类目品牌排名第一，并斩获天猫美妆奖 2020 年最具潜力宠物新锐品牌；“润之素”品牌位列花露水品类市场份额第三，我们认为初步验证公司可复制的新品孵化能力。多品牌、多品类战略为提高渠道竞争力和消费者粘性带来较大优势，伴随品类结构与品牌矩阵的不断完善，未来成长前景可期。

图表 1：2019 年零售额超过 1 亿元的产品

图例	产品/产品系列	产品创新及成就
	超威电热蚊香液（清香）	稳定挥发，持续有效驱蚊，低 VOC 释放
	贝贝健无香电热蚊香液	首批为儿童开发的无香配方电热蚊香液之一
	威王洁厕剂	首批可在 30 秒内除菌率达 99.9% 的洁厕液之一；实际无毒级
	超威强效洁厕净	单 SKU 创造零售额人民币 1.5 亿元，在中国取得领先地位
	威王油烟机重油污净	高效去垢，实际无毒级，疏水快干技术

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：公司部分新品表现情况

图例	产品	护理类型	功能	成果
	空间除菌包	家居清洁	在室温环境条件下释放出高效的消毒物质	发售后两个月内实现了人民币 5,000 万元的零售额
	洗衣机槽清洁剂	家居清洁	活氧技术除菌	2019 年零售额达人民币 3,000 万元
	菊酯防蛀类型防蛀片	空气护理	防蛀虫	于 2020 年 3 月在天猫防霉防蛀类目排名第二
	鼠尾草电热蚊香液	杀虫驱蚊	采用第三代含氟拟除虫菊酯进行驱蚊	上市后第一年零售额超过人民币 3,500 万元
	“雨后薄荷”电热蚊香液	杀虫驱蚊	电热蚊香液	于推出三年内成长为天猫所有电热蚊香液品牌排名第一
	倔强的尾巴除菌除味产品	宠物护理	除菌除味	上市九个月在天猫宠物除味剂排名前三

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：2020 年天猫美妆奖最具潜力宠物新锐品牌



资料来源：公司公告，中金公司研究部

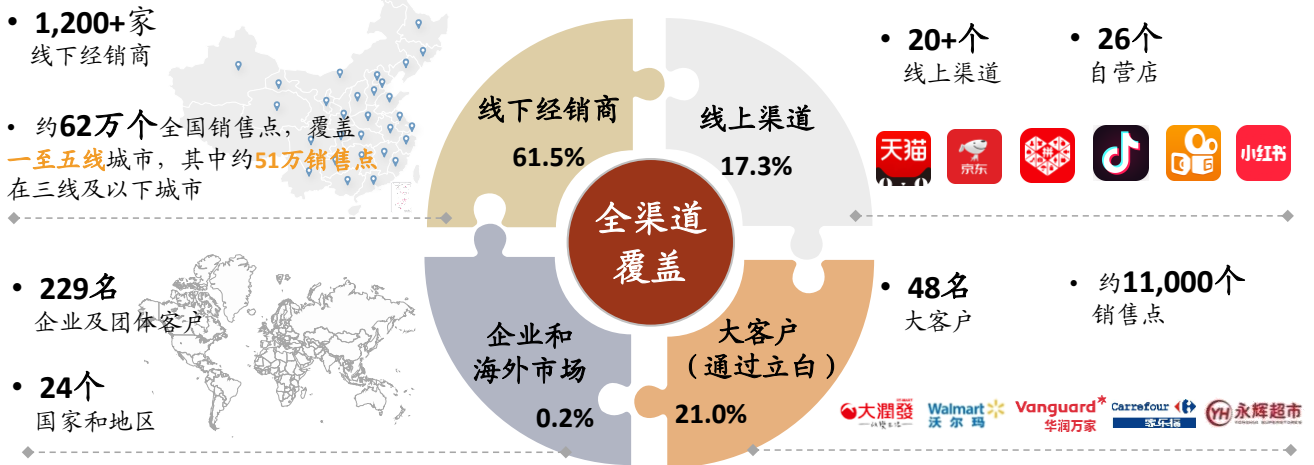
图表 4：2020 年天猫美妆奖最具成长性集团



资料来源：公司公告，中金公司研究部

- ▶ **线上线下全渠道覆盖，深度下沉的全国性销售网络：**公司拥有覆盖全国且深度下沉的渠道网络，截至2020年12月，线下渠道覆盖约62万个经销商网点，其中约51万个位于三线及以下的城市，实现全国地级市全覆盖，多维触达消费者，把握低线城市的增长红利；在重组后的朝云自建电商团队发力线上渠道拓展，电商以“短平快”的爆款打造模式实现线上渠道的快速增长，2020年线上渠道收入同比+93%，线上平台由2018年单一的天猫平台拓展至2020年覆盖京东、拼多多、唯品会及其他新兴渠道等20多个平台，线上收入占比由2018年的1.1%快速上升至2020年的17.3%。

图表5：公司全渠道覆盖体系（2020年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：渠道名字下面的百分比数字代表2020年销售渠道占比

- ▶ **富有远见的管理团队及强大的股东支持：**以陈丹霞董事长为核心的新管理层汇集了日化、化妆品、母婴、宠物及电商等各个行业的人才团队，拥有国内外兼并购及品牌整合经验，及各领域平均超过15年的行业经验，带领重组后的朝云逐步形成了一套多品牌、多品类、全渠道的运营战略，依托新零售、新营销、新渠道为公司注入了新的活力，主要体现在：**①品类扩充：**公司以杀虫驱蚊为优势品类，横向拓展至宠物护理和个人护理业务，实现业务多元化，孕育新增长点；**②新品推出：**加速新品推出节奏，挖掘细分市场的需求，完善多品牌矩阵；**③线上渠道拓展：**确立了加速线上发展的战略目标，开拓社交电商等新兴渠道。此外，公司与立白集团同属一个控股股东，在研发合作、生产、渠道方面保持高效的互补协同。

图表6：公司管理层团队

姓名	职位	委任日期	负责事务	个人经历
陈丹霞	董事长、CEO	2018年9月	监督整体管理及业务运营，制定集团策略及运营计划	<b>专业背景：</b> 澳大利亚悉尼大学市场营销与战略管理硕士学位，2017年入读湖畔大学并担任湖畔三届班长，拥有超过14年的消费品行业从业经验和兼并购后企业重组能力 <b>行业任职：</b> 2008年接手上海新高安，2016年加入立白集团，2018年任朝云集团董事长及CEO
钟霄易	执行董事、CFO	2020年8月	集团财务及资讯科技的整体管理	<b>专业背景：</b> 广东财经大学会计学学士学位，中山大学会计硕士学位，2010年获国际注册内部审计师资格，拥有超过17年的消费品行业从业经验 <b>行业任职：</b> 2003年加入立白集团，2007年负责超威事业部财务管理，2018年调任至朝云集团
谢如松	执行董事、副总裁	2020年8月	集团供应链的整体管理	<b>专业背景：</b> 复旦大学工商管理硕士学位，拥有超过30年的快消品行业从业经验 <b>行业任职：</b> 1990-2003年任职于庄臣，2008年任立白家居事业部总经理，2020年加入朝云集团
王冬	COO、品牌管理中心总经理	2019年4月	集团整体业务运营及品牌管理	<b>专业背景：</b> 武汉轻工大学包装工程及工商管理双学士学位，拥有超过18年的消费品行业从业经验 <b>行业任职：</b> 2002-2016年任职于立白集团，2016年任蜂群传媒总经理，2019年加入朝云集团
高吉祥	营销中心总经理	2019年10月	监督集团的营销管理	<b>专业背景：</b> 四川大学国际政治学士学位，拥有约13年的消费品行业从业经验 <b>行业任职：</b> 2007-2016任职于广州立白并任华东大区零售总监，2016起任上海新高安销售渠道拓展总监，2019年加入朝云集团
丁嘉佳	电商运营中心总经理	2019年12月	监督集团的电子商务运营	<b>专业背景：</b> 浙江工商大学动画专业学士学位 <b>行业任职：</b> 2010-2019年任阿里巴巴行业专家
梁洪文	宠物事业部总经理	2019年2月	监督集团宠物事业部的运营管理	<b>专业背景：</b> 中国北京工程管理学院经济学与管理学学士学位，拥有21年的消费品及宠物行业从业经验 <b>行业任职：</b> 2008.9-2009.10任河北乡谣食品营销中心副总，2009.10-2014.1任北京三元食品华东事业部市场总监，2014.2-2019.2任中宠食品副总经理
杨钰	经营管理中心总经理	2018年9月	监督集团的人力资源及经营管理	<b>专业背景：</b> 中国湖南工商大学会计学学士学位，拥有超过14年的消费品行业从业经验 <b>行业任职：</b> 2006-2018年任职于广州立白并任运营管理部总监，同时自2016年5月起至调任至朝云期间负责超威事业部财务预算管理
石训勤	投融资中心总经理	2020年8月	监督集团的投融资相关事宜	<b>专业背景：</b> 中国华侨大学化学工程学士学位，中山大学工商管理硕士学位 <b>行业任职：</b> 2006起负责超威事业部投融资事务，2015年任宝凯道融董事总经理，2018起任凯威股权投资与资本运营总经理，2020起加入朝云集团

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**关注点二：杀虫驱蚊业务市场空间有限，公司杀虫驱蚊业务占比较高，如何看待公司后续成长的增量空间？**

杀虫驱蚊板块作为公司的基本盘有望做大做强。根据灼识咨询，2019年中国杀虫驱蚊行业市场规模达84亿元，预计2019-2024年将保持7.3%的复合增速稳步增长。产品创新是支撑行业增长的重要动力，伴随消费习惯从传统向升级品类的持续迁移，灼识咨询预计2019-2024年杀虫驱蚊行业中新型升级产品的销售额复合增速将达13.0%，显著高于传统品类的1.7%。公司作为家居护理行业的市场领导者，我们认为未来通过产品升级创新、线上线下渠道拓展，有望实现快于行业的增长。

- ▶ **产品创新迭代驱动行业持续扩容。**公司通过新配方、新形态推进产品创新，为消费者提供强功效、更便捷、高安全性的产品，引领品类创新迭代。杀虫驱蚊作为优势品类，公司逐步实现驱蚊产品从点燃到加热，从加热到常温挥发和便携涂抹的升级过程，在推动产品创新迭代的同时，为消费者提供更高性价比的产品组合，超威旗下的电热蚊香液也成为2019年零售额过亿元的大单品；
- ▶ **精准定位细分化客群需求及多元化应用场景。**公司通过深刻的消费者洞察与持续的消费者教育推动细分化、高端化产品的渗透：①从客群定位上，公司基于在杀虫驱蚊品类的领先优势外延拓展儿童驱蚊市场，针对儿童群体对安全健康、绿色无害的需求推出定位中高端的儿童杀虫驱蚊品牌贝贝健，2019年市场份额达41.4%，位列第一；②从应用场景上，以家居清洁板块为例，针对不同清洁场景，公司在洗涤剂的基础上衍生出洗衣槽清洁剂、纱窗清洁剂等细分产品，产品功效突出，满足消费者多场景消费需求。

**积极布局具备高增潜力的赛道，未来增长可期。**当前公司稳步推进品类扩充与产品升级，共同驱动未来的可持续成长。中短期来看，公司积极孕育新增长点，构筑第二增长曲线，逐步建立多个细分品类的竞争优势；长期来看，我们认为新技术赋能有望助力公司成长为一站式多品类、多品牌的智慧生活平台：

- ▶ **新品类：宠物、个护赛道重点发力，高速增长。**宠物护理行业作为高景气度的新兴赛道，灼识咨询预计2019-2024年复合增长率达17.8%。公司先后推出“倔强的尾巴”与“德是”两个品牌切入宠物护理赛道，未来拟进一步拓展至宠物主粮等领域，贡献新增量空间；个人护理行业赛道空间大，增速快，根据灼识咨询，2019年市场规模达到4,587亿元，预计2019-2024年复合增速将达8.9%。2019年公司通过“润之素”品牌切入个护市场，截至2020年9月个护产品共有58个SKU。我们认为疫情催化下消费者清洁意识的崛起与卫生习惯的变革有望驱动个护板块的可持续成长。
- ▶ **新技术：技术赋能智慧家居。**公司拟将物联网技术应用到家居产品中，通过接入互联网实现远程控制，为消费者提供多品类一站式智能生活方式解决方案。

**全渠道协同发展，加速线上渠道裂变成长。**线下拟拓展百万终端网点计划，提升区域市场的渗透；线上拟在强化主流电商平台合作的基础上，拓展社交电商、团购等新渠道，并基于不同渠道客群的特点打造差异化产品组合，探索增量市场空间。

图表7：公司品类扩充与产品升级

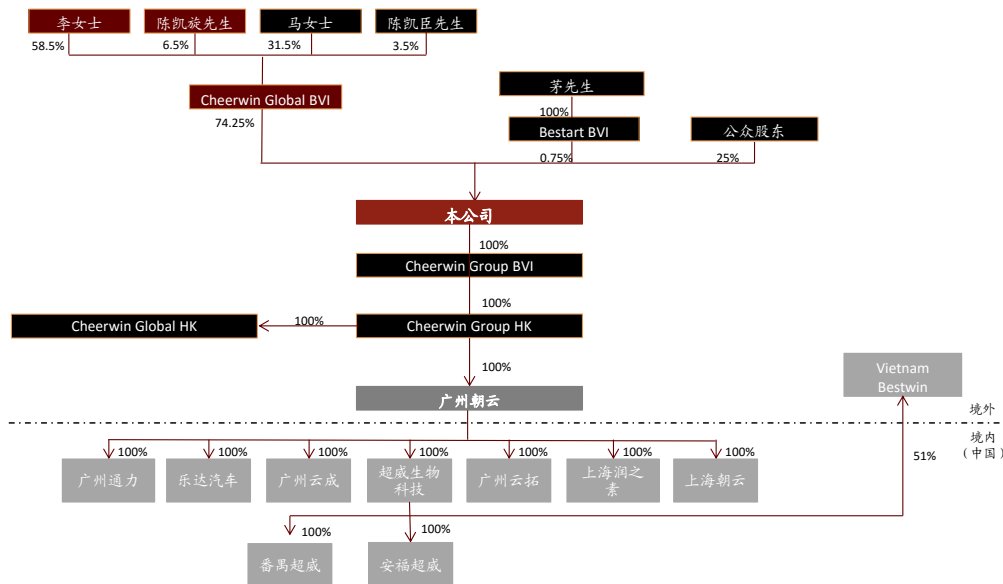


资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司股权结构清晰，与立白集团为同一实际控制人

朝云的股权结构较集中，控股股东为立白集团创始人陈氏兄弟，截至2021年3月陈氏兄弟通过朝云环球合计持有公司74.25%股权，其中陈凯旋及其配偶李女士合计持有朝云环球65%股权，陈凯臣及其配偶马女士合计持有朝云环球35%股权。

图表8：朝云股权结构（截至2021年3月）



资料来源：公司公告，中金公司研究部 注：截至2021年3月，Vietnam Bestwin 由独立第三方厦门宇好投资公司持有49%



## 朝云集团：快速成长的一站式家居护理、宠物护理和个人护理平台

### 中国领先的一站式多品类家居护理、宠物护理和个人护理平台

朝云集团是中国领先的多品类家居护理、宠物护理和个人护理平台，2006年以来通过内生外延并举逐步形成了多品牌、多品类的产品矩阵，旗下品牌包括“超威”、“贝贝健”、“威王”、“润之素”、“西兰”、“DUX 德是”和“倔强的尾巴”共7个核心品牌，产品涵盖杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、宠物护理、个人护理等领域。根据灼识咨询，2019年公司零售额位列中国家居护理行业第四，市占率为6.3%，其中在杀虫驱蚊品类连续五年（2015-2019）位居第一，在家居清洁和空气护理品类位列第二。公司于2019年起先后进入宠物护理、个人护理等新品类，并迅速建立优势。

公司的成长历程可以包括三个阶段：

- ▶ **朝云的前身**：朝云集团前身为立白集团旗下的超威事业部，经2017年底重组后形成朝云集团；
- ▶ **组织变革**：2018-2019年为公司组织变革、品牌升级、产品革新、渠道梳理的关键阶段，2019年新一代管理层全部就位；
- ▶ **快速成长**：2020年起公司进入快速成长期，并于2021年3月登陆港交所上市。

图表9：公司与品牌历史发展简介



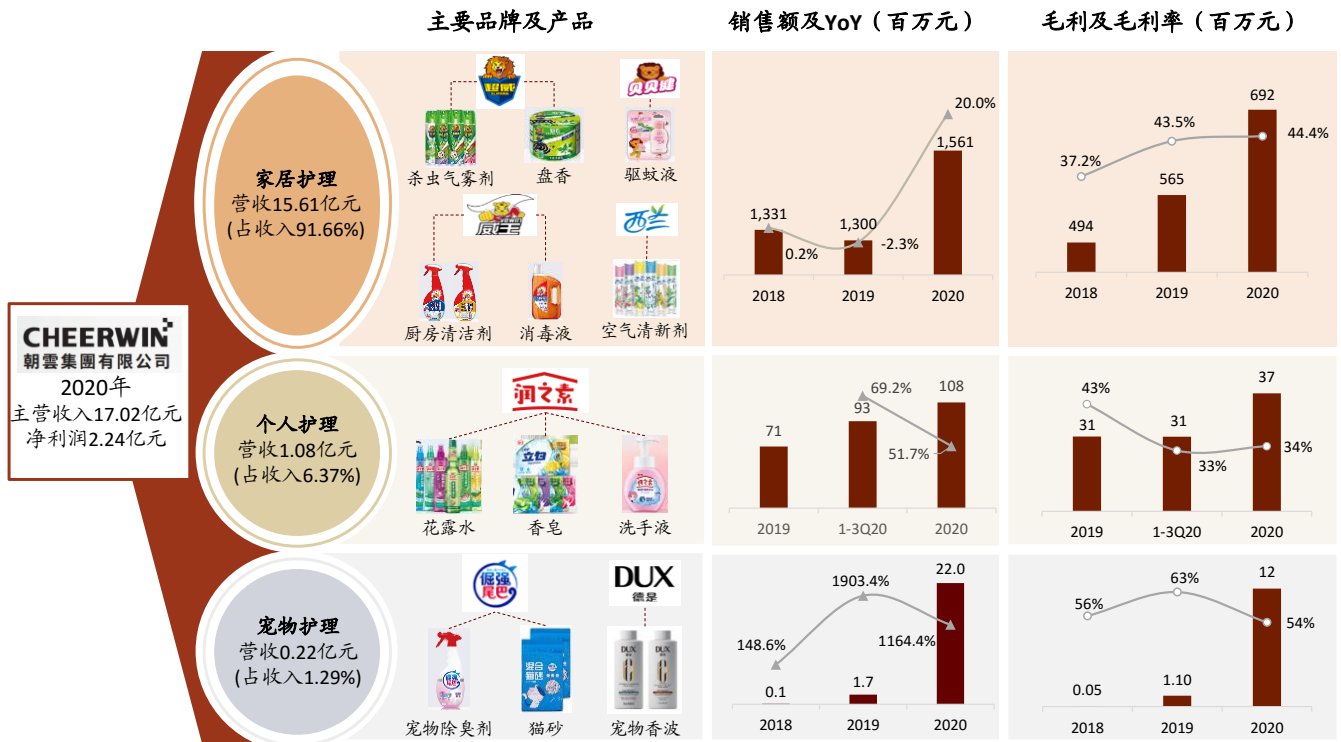
资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 品类结构：以家居护理业务为基本盘，宠物护理、个人护理业务快速成长

公司采用多品牌、多品类的运营模式以满足不同细分市场的消费需求，逐步形成家居护理、宠物护理及个人护理三大业务板块，打造一站式多品类的家庭护理平台。

从收入结构来看，家居护理是主要的收入来源，2020年收入为15.61亿元，占主营业务收入高达91.7%，其中杀虫驱蚊业务收入9.96亿元，占主营业务收入58.5%；个人护理、宠物护理作为新拓展的业务板块，增长势头强劲，2020收入分别为1.08亿元/0.22亿元，收入增速分别为51.7%/1164.4%。

图表 10：公司产品以家居护理为主，宠物护理和个人护理增长快速



资料来源：公司招股书，公司公告，中金公司研究部

**渠道布局：线下渠道深度下沉且覆盖全国，线上渠道高速增长多维触达消费者**

公司逐步建立覆盖全国全渠道销售网络，2020年线下分销、线上渠道及大客户渠道分别占总营收的61.5%/17.3%/21.0%；海外分销渠道、企业及团体客户渠道合计占收入0.2%。

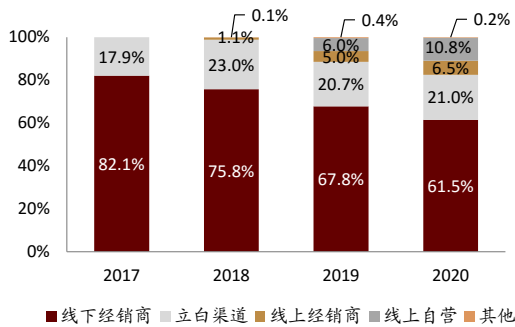
- ▶ **线下渠道：**公司已建立广泛覆盖的线下渠道网络，截至2020年12月拥有超过1,200家分销商及62万个经销商网点，其中近51万个网点位于三线及以下城市，覆盖所有省份及大部分县级市；
- ▶ **线上渠道：**主要分为分销与自营两种主要模式，包括淘宝、京东等主流线上平台及盒马鲜生、云集等新兴电商渠道，截至2020年12月公司拥有超过20个合作平台，共开设26家自营店铺。自公司聚焦线上渠道拓展以来，线上收入占比由2018年的1.1%快速提升至2020年的17.3%，其中2020年自营/分销模式的占比分别63%/37%；
- ▶ **大客户渠道：**考虑到与立白集团的渠道协同、降本增效，公司通过立白集团向大客户销售产品。截至2020年12月公司拥有48名大客户，覆盖约11,000个销售网点。大客户渠道整体毛利率较低，除部分由于支付立白集团相关费用外，我们认为主要系大型商超及大卖场通常拥有更强的议价能力，主要体现在更高的返点、促销费用及更优惠的账期条款等。

图表 11：公司主要渠道布局

朝云集团渠道布局					
	线下分销 2020年营收10.46亿元 (占比61.5%)	线上渠道 2020年营收2.94亿元 (占比17.3%)	大客户(立白渠道) 2020年营收3.58亿元 (占比21.0%)	海外分销商 2020年营收48万元 (占比<0.1%)	企业及团体客户 2020年营收340万元 (占比0.2%)
具体销售布局	<ul style="list-style-type: none"> <li>包括1-5线城市当地大卖场、超市、便利店、杂货店等</li> <li>截至2020年12月，含1,200+家分销商及62万个销售网点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>含自营商店及第三方线上分销，覆盖天猫、京东等传统电商及盒马鲜生等新兴电商</li> <li>截至2020年12月，包含26家自营线上商店</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过立白集团向全国及地区性大卖场、超市、百货、连锁便利店等的销售</li> <li>截至2020年12月，大客户数量为48名，覆盖约1.1万个网点</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>直接委聘海外分销商</li> <li>截至2020年12月，产品出口至24个国家及地区</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>包括酒店、航空公司、药店等内部使用及其自身客户服务使用</li> <li>截至2020年12月，含229名企业/团体客户</li> </ul>
管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>先款后货，无信货期，非质量问题不退货</li> <li>产品销售有排他条款，不允许次级分销</li> <li>引入日本商会制度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>先款后货；禁止冲货，不允许次级分销</li> <li>同一平台上的分销商需以不同规格和组合包装出售相同的产品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>按照与立白签订的销售框架协议执行</li> <li>给予立白集团45日的账期</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>与中国分销商协议条款类似</li> </ul>	/
返利	5-18%	5-18%	采取与其他分销商相同的定价政策		
毛利率(2020)	42.0%	51.6%	41.5%	56.7%	59.1%

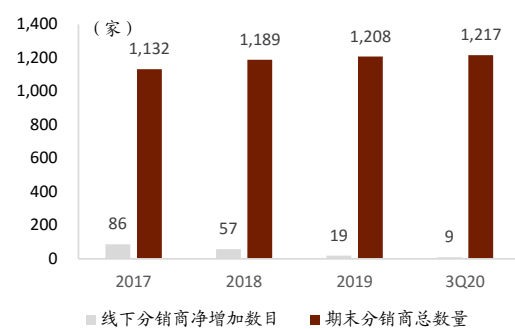
资料来源：公司招股书，公司公告，中金公司研究部

图表 12：公司收入按渠道划分(2017-2020)



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13：公司线下分销商数量变动情况(2017-3Q20)



资料来源：公司招股书，中金公司研究部

### 供应链：打造柔性及灵活的供应链体系，保障多元化且高质量产品

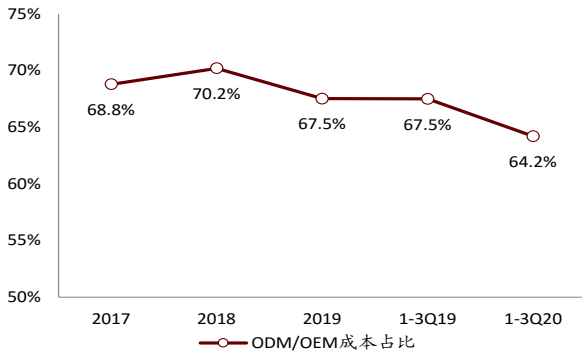
自有与外包产能结合的垂直整合生产体系。公司采用自有与外协结合的柔性供应链体系，自有产能方面，公司拥有江西安福和广州番禺两大生产基地，主要以杀虫驱蚊、家居清洁和空气护理产品的生产为主；外协产能方面，公司主要通过第三方制造商代工模式，截至3Q20，共有40家ODM/OEM厂商，其中32家为独立第三方，8家为立白集团子公司等关联方。

图表 14：公司生产基地产能与产量信息(2019年)

生产基地/产品	安福基地					番禺基地		
	盘香	电热蚊香液	电热蚊香片	固体空气清新剂	洁厕剂	家居清洁产品	电热蚊香液	电热蚊香片
生产线数量(个, 2019)	6	3	1	2	1	2	3	1
产能(千个, 2019)	1,500	788	250	317	200	625	825	175
产量(千个, 2019)	874	480	173	152	115	391	467	50
产能利用率(%)	58%	61%	69%	48%	57%	63%	57%	28%

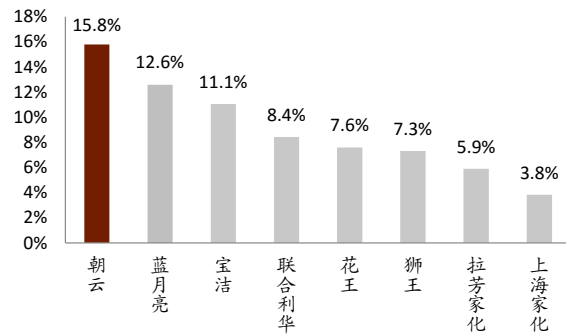
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 15：2017-3Q20 公司 ODM/OEM 成本占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 16：公司 ROA 高于可比公司（2020 年）



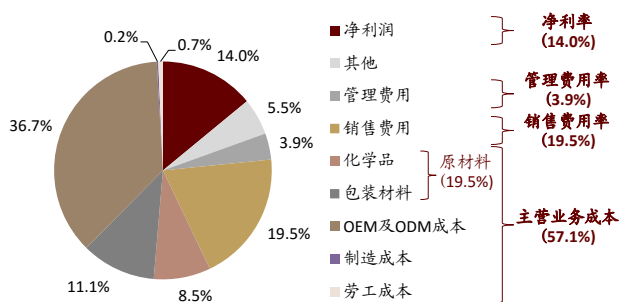
资料来源：公司公告，彭博资讯，中金公司研究部；注：宝洁数据采用经调整净利润计算

### 成本结构及原材料价格波动分析

公司原材料主要包括化学品和包装材料，①**化学品**：包括溶剂油、香精等，2017-3Q20 化学品成本分别占据总销售成本的 15.0%、12.5%、13.0%及 14.8%。②**包装材料**：包括纸箱、PE 及 PET 瓶等，2017-3Q20 包装材料成本占总销售成本 14.7%、15.6%、17.9%及 19.4%。

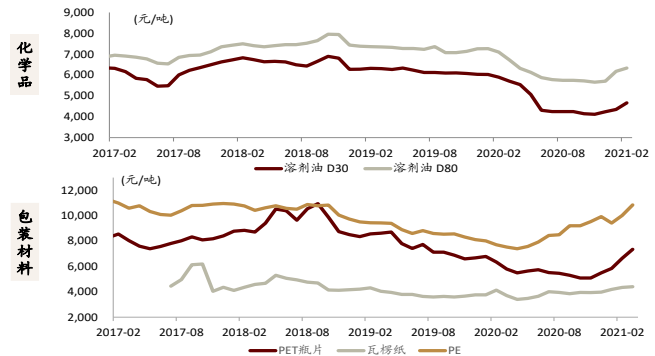
公司对原材料实行集中采购，大部分原料来自国内。2017-2019 年公司主要化学品原料溶剂油的月平均价格保持稳定，2020 年初受疫情影响有所下跌，2020 年四季度以来价格逐步回升，2021 年 2 月溶剂油 D30 及 D80 价格对比 2020 年 12 月分别上涨 10%及 11%；包装材料方面，2017-1Q21 瓦楞纸价格较为稳定，PE 及 PET 瓶片价格自 2020 年中的低位逐步回升至疫情前水平。公司通过战略性原材料管控、优化业务结构等方式降低原材料价格波动的影响。

图表 17：公司成本费用结构（3Q20）



资料来源：公司招股书，中金公司研究部

图表 18：公司主要原材料价格走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

## 日化行业：传统品类稳健增长，新兴赛道快速崛起

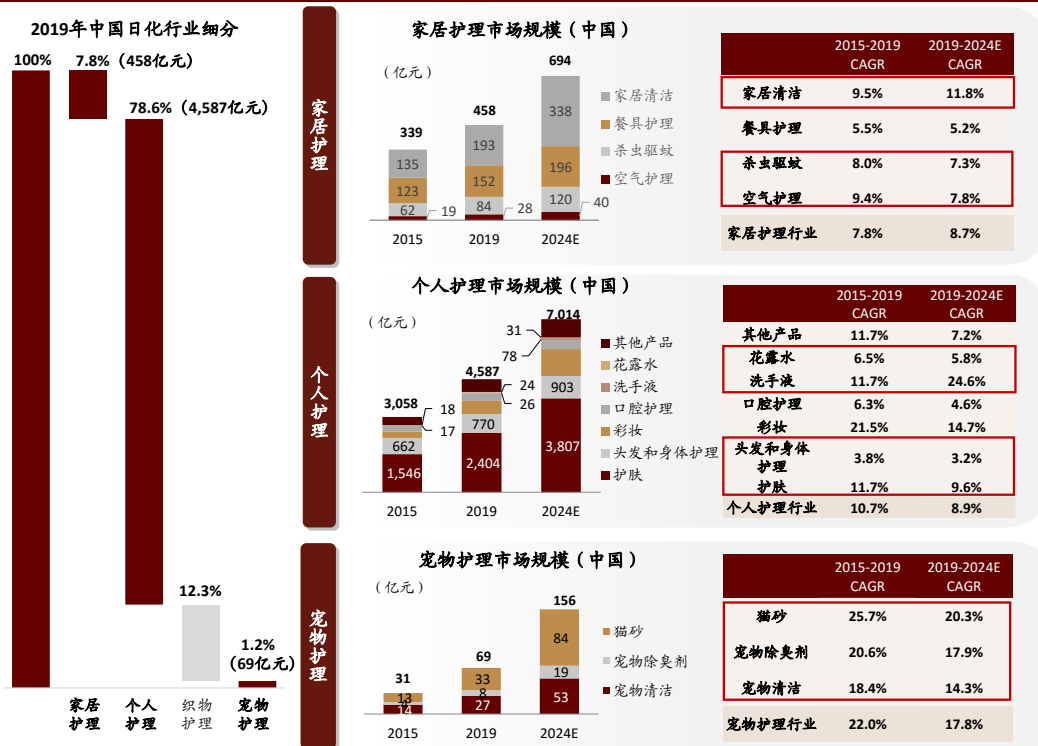
### 中国日化行业高景气度，空间大、增速快

中国日化行业空间广阔，涵盖个人护理、织物护理、家居护理及宠物护理等细分行业。根据灼识咨询，2019年中国日化行业市场规模达5,833亿元，2015-2019年CAGR为9.7%，预计到2024年市场规模达8,873亿元，2019-2024年复合增速为8.8%。

### 品类结构：日化行业中个人护理是最大的子板块，宠物护理增速领跑

从行业规模来看，个人护理为最大的子板块，据灼识咨询数据，2019年市场规模约4,587亿元，在日化行业零售额占比约78.6%。从行业增速来看，宠物护理、个人护理及家居护理是日化行业中增速最快的三个细分市场，2015-2019年复合增速分别22%/11%/8%，其中宠物护理行业增速领跑，灼识咨询预计2019-2024年复合增速将达17.8%。

图表 19：中国日化行业规模及增速（2015-2024E）

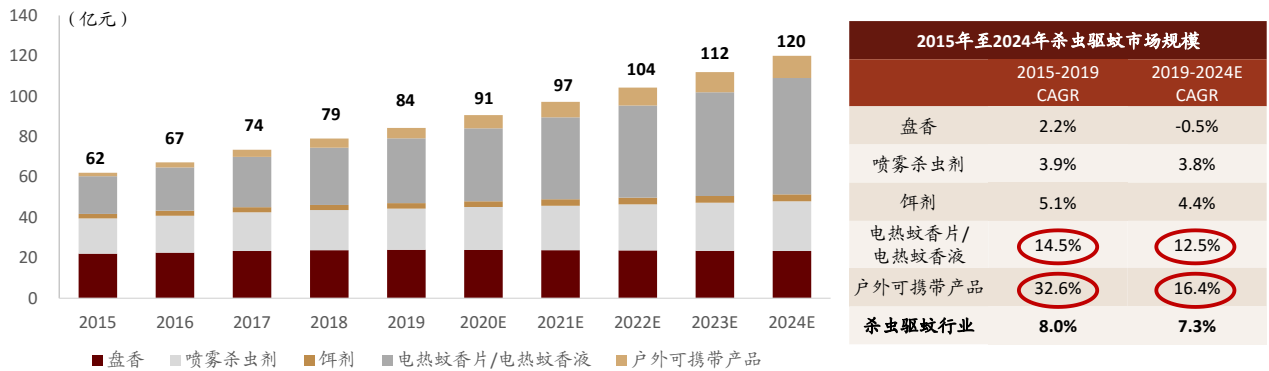


资料来源：灼识咨询，中金公司研究部 注：框线中的细分品类为公司进入的品类

**家居护理市场：中国是全球最具增长潜力的市场之一。**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，2019年中国家居护理行业零售额达到458亿元，2015-2019年复合年增长率达7.8%，高于全球增速3.6%。灼识咨询预计到2024年规模将进一步达694亿元，2019-2024年复合增长率将达8.7%。

► **杀虫驱蚊：品类升级驱动杀虫驱蚊市场稳健增长。**根据灼识咨询，中国拥有全球最大的杀虫驱蚊市场，2019年市场规模为84亿元，预计2019-2024年CAGR为7.3%。从传统向新型产品的迭代升级是行业增长的重要动力，杀虫驱蚊产品逐步实现由盘香等传统形态产品升级到电热蚊香片/液，再至常温防蚊网、防蚊液等的跨越。消费升级的趋势下，新型杀虫驱蚊产品凭借便捷、无烟、清洁等优势逐步替代传统品类，其中电热蚊香片/液及户外可携带产品的行业规模2015-2019年CAGR分别为14.5%和32.6%，高于杀虫驱蚊行业整体的增长。

图表 20：中国杀虫驱蚊市场规模及增速（2015-2024E）



资料来源：灼识咨询，中金公司研究部

**宠物护理市场：方兴未艾，步入增长快车道。**随着中国单身及老龄人口占比提升，宠物消费进入高速增长阶段。根据灼识咨询，宠物护理市场规模从2015年的31亿元快速增长至2019年的69亿元，2015-19复合增速达22.0%，预计至2024年市场规模将达156亿元，2019-24复合增速达17.8%，是日化行业中增速最快子行业，具有较高的成长潜力。

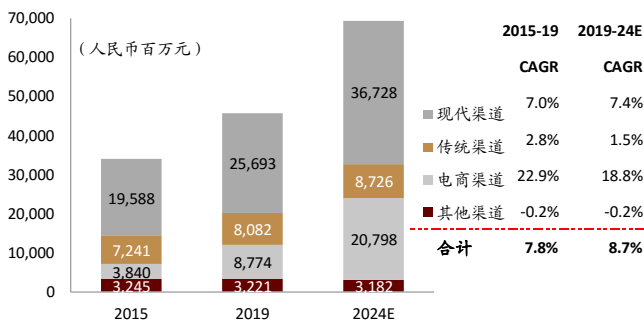
**个人护理市场：日化行业最大的子板块之一，成长空间广阔。**个人护理是日化行业最大的细分行业，包括花露水、洗手液、身体护理等多个细分品类，行业成长空间广阔。根据灼识咨询，2019年个人护理市场规模达4,587亿元，在日化行业零售额占比约79%，受益于后疫情时代消费者卫生健康意识的加强与清洁习惯的转变，至2024年，灼识咨询预计个人护理行业市场规模有望进一步增长至7,014亿元，2019-2024年复合增速将达8.9%。

#### 渠道结构：以线下渠道为主，电商渠道加速渗透

**线下是主要的销售渠道。**2019年线下渠道在中国家居及个人护理行业占比分别为80.8%/69.7%。以大型商超连锁为代表的线下渠道兼具产品分销与消费者教育双重特性，通常拥有更高的议价能力。

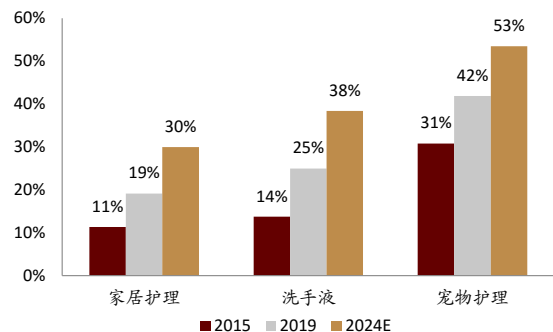
**线上电商渠道加速渗透。**线上电商渠道呈现高速增长的态势，根据灼识咨询，2015-19年中国家居护理市场中电商渠道复合增速达22.9%。随着电商的渗透持续提升，灼识咨询预计到2024年，家居护理、洗手液、宠物护理行业中电商销售占比将分别由2015年的11%/14%/31%快速提升至30%/38%/53%。

图表 21：中国家居护理市场渠道结构（按零售额）



资料来源：灼识咨询，中金公司研究部 注：现代渠道指连锁的大卖场、超市及便利店，传统渠道指非连锁杂货店

图表 22：电商销售占比快速提升



资料来源：灼识咨询，中金公司研究部

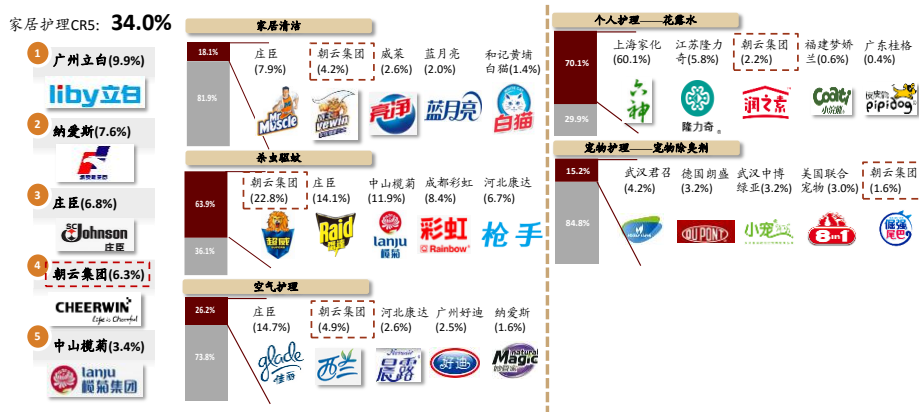
竞争格局：市场集中度仍较低，国货品牌崭露头角

整体竞争格局较为分散，各子行业有所分化

家居护理整体行业呈现庄臣与朝云两强并立格局。朝云在多个家居护理的细分品类占据竞争优势，其中朝云连续5年（2015-2019）位列杀虫驱蚊品类第一，市场份额领先于庄臣的14.1%；朝云在家居清洁与空气护理品类位列第二，市场份额分别为4.2%/4.9%。

宠物护理与个人护理行业竞争格局较分散。宠物护理作为新兴行业，当前处于外资品牌与国产新锐品牌快速抢占份额的阶段，竞争格局较为分散，其中除臭剂品类CR5仅15.2%，朝云旗下的“倔强的尾巴”作为新锐品牌位列第五；个人护理子行业众多，市场竞争格局较分散。从细分市场来看，花露水品类相对集中，上海家化“六神”品牌占据超过60%的市场份额，朝云旗下“润之素”品牌位列第三，市场份额约2.2%。

图表 23：公司所在行业的竞争格局（2019年）



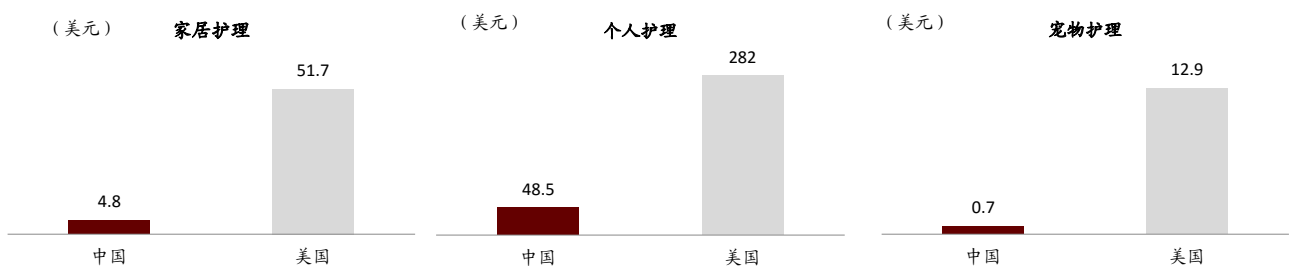
资料来源：灼识咨询，中金公司研究部

细分化、高端化有望共同驱动行业增长

下沉市场增量空间广阔。2019年中国家居护理、个人护理及宠物护理的行业人均消费额较发达国家仍有较大提升空间，其中家居护理品类较美国有约11倍空间，个人护理、宠物护理等新兴品类较美国分别有约6倍/18倍空间。2019年中国家居清洁产品在低线城市渗透率约35%，远低于一线城市的61%和二线城市的44%。随着消费升级和健康意识提升，我们认为下沉市场渗透率有进一步提升的空间。

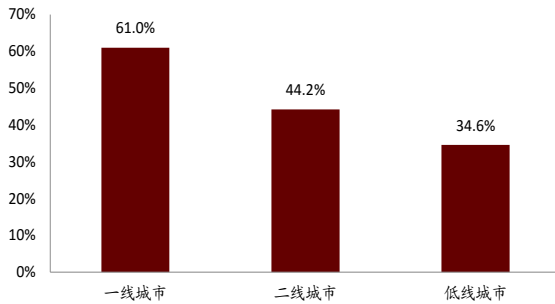
产品创新驱动细分化、高端化趋势持续延续。产品的推陈出新不断推动品类的升级迭代，通过消费客群、应用场景的细分化精准定位消费者需求，驱动行业持续扩容。家居清洁品类中，产品逐步由单一的表面清洁剂产品逐步发展为适应不同清洁场景的细分产品，如纱窗清洁剂、管道疏通清洁剂等，提高清洁效率；杀虫驱蚊品类中，电蚊香液、防蚊网等新型产品在功效性、安全性、便携性等优势逐步被市场认可，对传统盘香品类的替代趋势持续延续，未来新型产品2019-24年均复合增速将达13%，高于行业整体增速。

图表 24：我国年人均消费额（美元）相比发达市场有较大提升空间（2019）



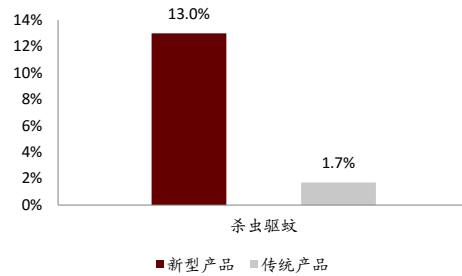
资料来源：灼识咨询，中金公司研究部

图表 25：家居清洁在低线城市渗透率有较大提升空间（2019年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 26：2019-24E 销售额 CAGR（新型产品 vs 传统产品）



资料来源：灼识咨询，中金公司研究部；注：此处传统杀虫驱蚊产品包括饵剂、喷雾杀虫剂、盘香

国货品牌快速崛起，未来有望引领行业结构性变革

国货品牌快速崛起，在多个细分赛道中占据优势竞争地位。随行业细分化、高端化及线上渠道的高速发展，国货品牌凭借深刻的消费者洞察、灵活的运营体系及强大的渠道协同在竞争中脱颖而出，在杀虫驱蚊、洗手液、洗衣液、花露水等多个细分品类市场份额做到第一。本土品牌逐步建立领先优势，主要受益于：

- ▶ **产品力持续提升：**国货品牌在生产技术、产品配方、产品功效的升级持续推动产品品质提升，有效把握品类结构性变革机遇，实现快速崛起，弯道超车；
- ▶ **本土化营销及渠道策略：**随着线上电商、直播带货等去中心化的新媒体渠道快速崛起，国货品牌快速响应国内渠道和营销变迁趋势，把握电商流量红利，快速抢占市场份额；
- ▶ **灵活的运营管理：**基于深刻的消费者洞察快速响应市场需求变化，打造更符合本土消费习惯的产品，配合灵活的供应链体系实现产品的快速上新与推广。

展望未来，产品创新和细分化、消费升级和健康意识提升、线上及网络营销发展是日化行业快速成长的驱动力，我们认为兼具产品研发力、品牌运作能力、线上运营能力的本土企业有望在长跑中胜出，成长为领先的大型日化集团。

图表 27：内外资竞争力与前景分析

	外资	内资
品牌	<p>连锁渠道下的大单品竞争</p> <p>优势：1) 品牌投入；2) 集团背景带来的科研优势 竞争关键：渠道下沉与管控</p>	<p>分散市场中的多体系竞争</p> <p>优势：渠道运作管理强 竞争关键：与科研机构合作补短板，持续品牌建设</p>
核心能力	品牌运作与产品研发强	渠道运作管理强，内资大品牌综合实力强

线上渠道运作能力是未来内外资竞争的重点之一

竞争格局	家居护理	家居清洁	杀虫驱蚊	空气护理	洗手液	花露水	宠物除臭剂
外资份额	10.2%	10.5%	14.1%	14.7%	32.7%	0	6.2%
	▲	▲	▲	▼	▼	▲	▲
内资份额	17.6%	7.6%	49.8%	11.6%	14.8%	70.1%	9.0%

资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部；注：竞争格局中内外资份额（2019年）为前五大中外资市占率之和



## 核心竞争力：强大的产品及渠道把控力，可复制的品牌孵化体系，构筑竞争壁垒

**品牌：**拥有多个家喻户晓品牌和成熟品牌孵化体系，多元的产品线满足各类群体需求

可复制的品牌孵化体系持续验证，多品牌、多品类产品矩阵初现雏形

**高效、成熟的品牌孵化体系，成功打造多个全国知名的品牌。**公司通过超威、威王、贝贝健品牌的成功塑造，逐步沉淀并建立了一套高效、成熟的品牌孵化体系，先后打造了润之素、倔强的尾巴等新锐品牌，多品牌、多品类产品矩阵持续完善：

- ▶ **产品：**持续推出创新产品满足消费者多元化需求。公司加快新品推出的节奏，通过齐全的产品线覆盖以满足消费者细分化、高端化的消费需求，持续推出高性价比、强产品力的创新产品。公司先后培育了多个销售额过亿元的大单品，近40%品牌品类是近2年孵化，扎实的产品力为品牌的打造奠定坚实的基础。
- ▶ **营销：**“千人千面”的营销策略赋能销售转化。针对不同目标群体采用多层次营销策略，如“贝贝健”品牌针对年轻妈妈群体在微博上发起来“我的遛娃日记”的营销话题，通过互动的形式进行品牌推广，截至2021年5月共获得5.8亿次阅读和6.5万次讨论；针对年轻群体主要采用社交营销、直播带货、IP营销等的新营销模式，更多的通过新颖、有趣的内容吸引消费者注意，赋能销售转化。
- ▶ **渠道：**高效的渠道分销体系，多层次触达消费者。公司依托62万个覆盖全国的终端网点多层次触达消费者，通过超市中品牌形象店的设置、社区活动的推广等方式在强化消费者教育的同时提高品牌认知度。

图表 28：公司高效和成熟的品牌孵化和建设体系



资料来源：公司公告，中金公司研究部

### [案例分析] 威王品牌的打造

2011年，公司前瞻性把握家居清洁市场的发展潜力，推出本土品牌威王，定位全方位家居除菌清洁品牌。2013-2015年，公司快速扩充厨房清洁剂、空调清洁剂、84消毒液、洗衣机槽清洁剂、管道疏通剂等等产品组合，完善多元化产品线布局，打造专业的家居清洁品牌。威王品牌的成功打造，持续印证了公司可持续的品牌孵化能力：

**产品力：**依托强大的研发体系持续推出高增值附加功能与强功效的产品，解决消费者在家居清洁多场景的消费痛点，提供一站式家庭清洁产品组合。如威王家居清洁系列产品可提供除菌的增值功能，除菌率达99.9%；威王橙宝厨房清洁剂采用复合溶剂技术，成分上采用植物提取物，较传统洗涤剂更安全、环保。**②营销力：**威王针对年轻家庭消费群体推出迪士尼主题活动，通过产品营销与亲子活动融合的形式加强与消费者的互动，利用有趣、新颖的内容获得更高的关注度，其中“威王大少厨·牌闪耀上海迪士尼”主题活动观众达7亿人次，并获得IAI国际广告传播大奖；通过丁香医生、微信、直播等线上平台持续扩大消费者触达圈层，提升销售转化。**③渠道力：**线下网点铺货与线上平台分销双线发力。上市5年后，威王成长为中国第二、本土企业第一的家清品牌，根据《2020亚洲品牌足迹报告》，2019年威王在家居护理类品牌消费者触及指数增长排名第二。

图表 29：威王产品发展历史

年份	重要事件
2011	成立威王品牌，进入家居清洁领域
2012	加入“健康品牌联盟”，获“中国可持续发展包装大奖”
2013-2015	产品线快速拓展，厨房清洁剂、空调清洁剂、84消毒液、洗衣机槽清洁剂、管道疏通剂等，品牌迎来爆发式增长
2016	成为广州白云国际机场清洁战略合作伙伴；成为上海迪士尼乐园战略合作伙伴；市场份额跃升中国家清行业前3名
2017	威王荣获广东省著名商标；携手米其林星厨合作打造威王大少厨IP
2018	携手上海迪士尼乐园，打造“威王大少厨闪耀上海迪士尼”全国活动
2019	荣获第19届IAI国际广告奖代理及广告主组，整合营销案例类铜奖，开启创新营销新态势；携手中国知名健康媒体--丁香医生，推出联名款无毒级消毒液，新品销量同比增长120%

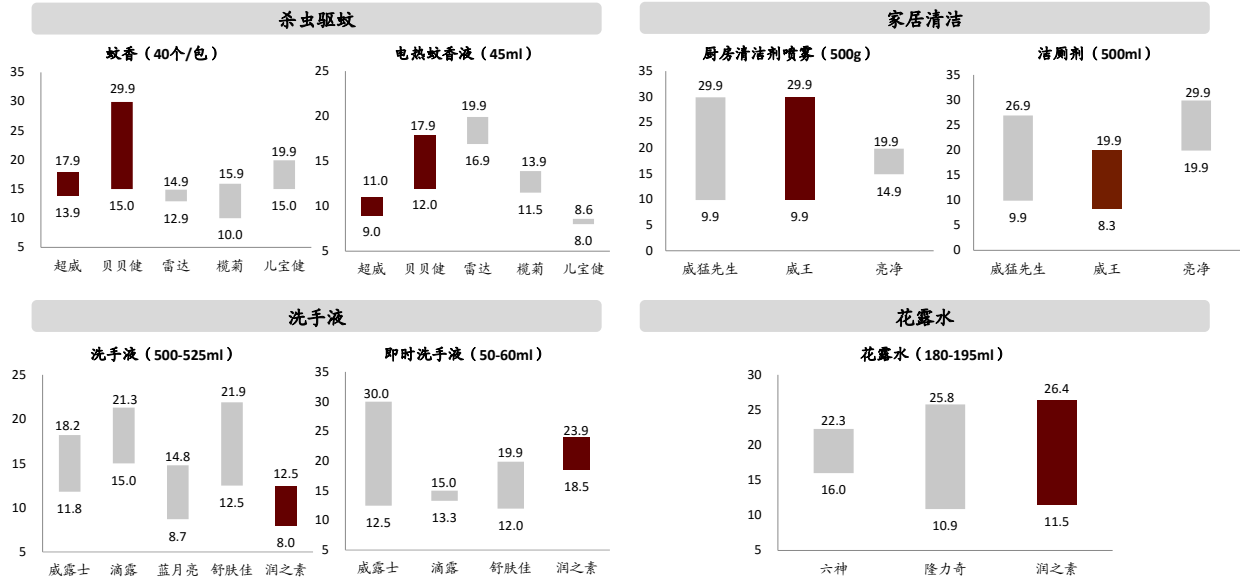
资料来源：公司官网，中金公司研究部

### 齐全的产品线提高渠道竞争力，精准定位满足消费者一站式需求

**品牌差异化，精准定位多层次消费需求。**公司逐步形成了客群定位精准、定价策略差异化、渠道策略细分化的多品牌矩阵：

- ▶ **客群定位：**公司在同一品类采用多品牌策略，以响应不同客群需求，如在杀虫驱蚊品类中，公司针对儿童杀虫驱蚊对安全性的需求，于2010年推出贝贝健品牌，通过客群定位的细分化进一步夯实品类的领先地位，在2016年成为儿童杀虫驱蚊市场份额第一，2019年份额达41.4%，成为了中国最大的儿童杀虫驱蚊产品制造商。
- ▶ **价格定位：**日化行业子板块众多，公司通过差异化的定价策略以应对不同子行业的竞争格局。在竞争较为激烈的家居清洁市场，公司采用高中低价格带全覆盖的竞争战略，以覆盖更广泛的消费群体；在龙头竞争优势较明显的细分市场，公司则主要采用高性价比兼顾高端化的战略，如在传统的洗手液领域，公司推出的“润之素”品牌以高性价比战略抢占市场份额，而免洗消毒凝胶等创新性品类则采用高价高质的定价策略差异化竞争。
- ▶ **渠道定位：**公司在同一品类中采用多品牌的策略灵活应对不同渠道的特点。线上渠道基于年轻化、性价比等特点推出宠物护理品牌“倔强的尾巴”，注重爆款打造，主打中档大众市场；公司针对线下渠道兼具消费体验与消费者教育的双重属性，推出“德是”品牌，定位高端宠物护理品牌。

图表 30：公司在杀虫驱蚊、家居清洁与个人护理的价格定位（元）



资料来源：天猫，京东，中金公司研究部

多品类多品牌的一站式产品组合，有利于提升渠道竞争力。对比家居护理行业其他前五的中国本土企业，公司拥有最多的品牌和子品类数量，全面布局各细分品类。我们认为更均衡的产品组合一方面可发挥生产、渠道等协同优势，另一方面有利于增强消费者粘性，提升渠道竞争优势与议价能力。

图表 31：公司与主要竞争对手产品品类覆盖对比

		朝云集团	上海庄臣	中山榄菊	河北康达	成都彩虹	
家居护理	家居清洁	厨房清洁剂	√	√	√	√	
		马桶清洁剂	√	√	√	√	
		消毒剂	√	√	√	√	
		地板清洁剂	√	√	√	√	
		抛光剂	√	√	√	√	
		水壶除垢剂	√	√	√	√	
		淋浴除垢剂	√	√	√	√	
		窗户网清洁剂	√	√	√	√	
		空调清洁剂	√	√	√	√	
		管道清洁剂 (开沟器)	√	√	√	√	
	玻璃清洁剂	√	√	√	√		
	洗衣机水箱清洁剂	√	√	√	√		
	杀虫驱蚊	蚊香	√	√	√	√	√
		毒饵	√	√	√	√	√
		气溶胶杀虫剂	√	√	√	√	√
蒸发垫/液体蒸发器 (电香虫剂)		√	√	√	√	√	
驱蚊液		√	√	√	√	√	
空气护理	防蚊网	√	√	√	√	√	
	驱蚊剂	√	√	√	√	√	
	止痒凝胶	√	√	√	√	√	
	驱蚊湿巾	√	√	√	√	√	
	灭蚊药	√	√	√	√	√	
个人护理	护肤	凝胶空气清新剂	√	√	√	√	
		喷雾空气清新剂	√	√	√	√	
	洗发和身体护理	气味中和剂 (除臭剂)	√	√	√	√	
		除甲醛剂	√	√	√	√	
		防蛀剂	√	√	√	√	
	洗手液	室内香气	√	√	√	√	
		干燥剂	√	√	√	√	
	宠物护理	宠物卫生	面部皮肤护理	√	√	√	√
			手部护理	√	√	√	√
			洗发水	√	√	√	√
宠物除臭剂		护发素	√	√	√	√	
		沐浴露	√	√	√	√	
		沐浴皂	√	√	√	√	
宠物除臭喷雾	√	√	√	√			
宠物抗菌袋	√	√	√	√			
宠物香水	√	√	√	√			
猫砂	√	√	√	√			

资料来源：灼识咨询，中金公司研究部；注：中山榄菊亦覆盖织物护理与餐具护理，本图表未示列；数据截至 1H20

渠道：线上线下全渠道覆盖，拥有深度下沉的全国性销售网络

### 线上渠道：“短平快”的爆款打造模式聚焦线上渠道拓展

**自建电商团队积极发力线上模式。**2018年公司线上平台主要通过经销商运作，在新管理层就位后，公司开始自建团队发力线上渠道的运营管理，线上渠道收入实现2018-2020年复合增速338%的高速增长，线上收入占比由2018年的1.1%快速上升至2020年的17.3%。2021年4月，朝云集团荣获天猫金妆奖2021年度最具成长性集团。

**“短平快”的爆款打造模式助力线上渠道快速成长。**公司高管团队具备丰富的全渠道运营经验，逐步沉淀一套成型的爆款打造模式。在新兴的宠物护理领域，公司成立专门的事业部缩短决策的流程，配合团队快速的响应能力及战略技术的支持。“倔强的尾巴”品牌在上市仅四个月就实现天猫香水除味类目第一，并获得天猫金妆奖2020年宠物最具潜力新锐品牌，旗下的除菌除味喷雾在推出后十个月内出售33万瓶，成为宠物护理板块的爆品。

**跨平台线上运营能力持续强化。**公司由2018年单一天猫快速拓展至包括京东、拼多多、唯品会及其他新兴渠道在内的20多个平台，跨平台运营能力持续印证。2020年双十一购物节期间，公司在多个电商平台均表现亮眼：天猫平台上，超威旗舰店在天猫驱虫用品及电热蚊香类目均排名第一，威王旗舰店在厨房清洁剂类目排名第二；倔强的尾巴旗舰店在香水除味剂类目排名第一；拼多多平台上，超威洁厕位列马桶清洁剂排行榜第一；京东平台上，超威和威王两个品牌的销售额同比增长超过200%。

图表 32：公司线上门店成立及成就

线上自营旗舰店	成立时间	定位/成就
超威家居日用旗舰店	2014年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>于2020年起威蚊学说营销计划期间，吸引约400,000造访人次；</li> <li>推出新款薄荷香型驱蚊产品，2020年3月至6月期间，在天猫的所有电热蚊香液类目中搜寻、交易金额和品牌均排名第一。</li> <li>2020年“双十一”起威电蚊液、电蚊片、盘香三个类目均排名第一。</li> </ul>
贝贝健旗舰店	2019年2月	<ul style="list-style-type: none"> <li>儿童适用的驱蚊杀虫产品；</li> <li>2020年2月，其驱蚊喷雾剂在天猫品类-灭鼠/杀虫剂类目排名第五。</li> </ul>
西兰旗舰店	2019年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>2019年12月及2020年1月，防蛀产品类目单品连续排名第一。</li> </ul>
威王旗舰店	2020年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>在开设店铺以来的两个月内，于2020年5月，在天猫管道疏通剂类目中品牌排名前十。</li> <li>2020年“双十一”威王厨房清洁剂排名该类目第二。</li> </ul>
超威居家日用企业店	2020年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>于2020年5月，在天猫花露水类目中销量第一，品牌排名销量第一，单品SKU销售额第一。</li> </ul>
倔强的尾巴旗舰店	2019年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>自商店开业以来十个月内售出约33万瓶倔强的尾巴除菌除味喷雾。</li> <li>2020年“双十一”倔强的尾巴旗舰店排名香水除味剂类目第一。</li> </ul>
润之素旗舰店	2020年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>主打高性价比个人护理产品，持续渗透中下沉人群，并在2020年7月15日，润之素成功入驻天猫美妆洗护品类下的新锐百强孵化计划“寻找发光体”。</li> </ul>

资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 线下渠道：覆盖全国且深度下沉的终端销售网络多维触达消费者

**覆盖全国的线下渠道优势显著。**朝云的线下销售网络覆盖全国所有省份，深入全国所有地级市，其中51万网点位于三线及以下城镇。深度下沉的渠道网络一方面有助于更好的把握低线市场增长红利，另一方面有利于新品推出后实现快速铺货渗透。截至2020年12月，公司拥有1200余家独家品类经销商，拥有终端网点数62万，门店覆盖高于上海家化、中山榄菊等其他竞争对手。

图表 33：线下渠道对比

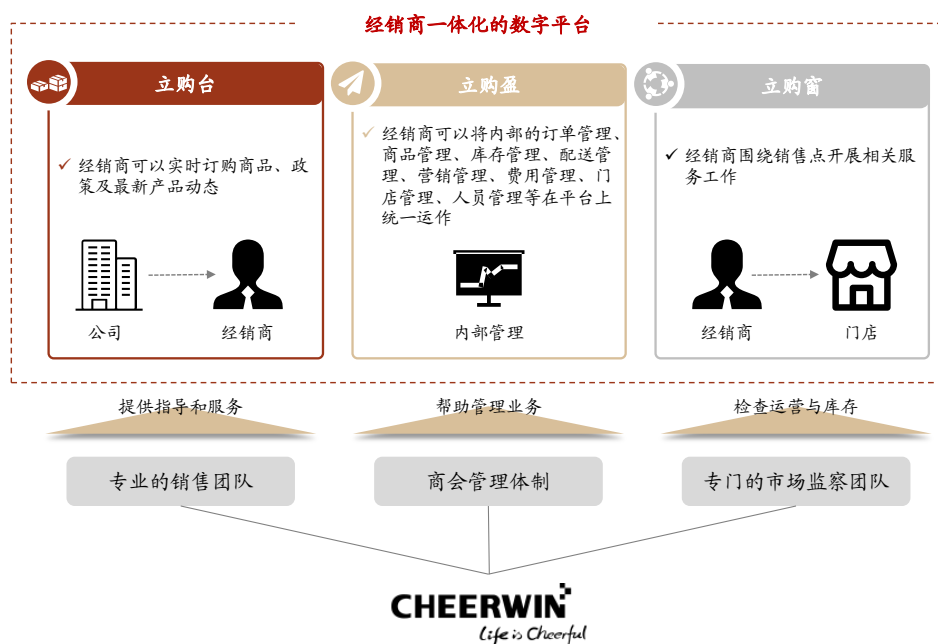
	渠道分布	经销商数量	销售终端数量
上海庄臣	全国性	n.a.	n.a.
朝云	全国性	1,200+	62万
中山榄菊	主要在南方	900	50万
成都彩虹	主要在中西部	n.a.	n.a.
河北康达	主要在北方	n.a.	n.a.
威菜	全国性	n.a.	n.a.
蓝月亮	全国性	1,403	n.a.
上海家化	全国性	n.a.	31万+
立白	全国性	n.a.	136万+

资料来源：公司公告，公司官网，中金公司研究部；注：上海家化销售终端数量根据该公司2019年有组织分铺的可控门店口径计算

数字化平台提高分销效率，多维度严格管控经销商。公司通过一整套体制实现对线下经销商的多维度管理：

- ▶ **数字化运营体系：**公司成功构建高效、成熟的经销商的数字化管理系统，实现对经销商进销存数据精准实时的掌握管理，包括立购台（面向经销商的电子平台）、立购盈（经销商内部数字化运营平台）、立购窗（经销商面向销售网点的管理平台）；对于线上经销商，公司亦通过 ERP 系统实时监控，以便更合理地管理、监控线上经销商的经营情况。
- ▶ **销售团队：**公司配备专门的销售团队对 1,200 多家经销商提供指导和服务，确保执行层面落实公司战略和营销策略；
- ▶ **管理体系：**采用日本商会管理机制，鼓励经销商内部互相监督，防止冲货；同时拥有市场监察团队定期检查经销商和终端门店营销、销售、定价、库存等情况。

图表 34：公司经销商一体化的数字平台



资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 研发：高效数字化运营体系及柔性供应链，强研发引领行业产品升级

基于消费者洞察的研发体系，助力新品打造持续落地

公司基于深度消费者洞察形成高效、成熟的研发体系，打造符合消费者需求的多元化产品组合，持续推动产品升级迭代：

- ▶ **消费者洞察：**基于全渠道消费者行为的深刻洞察，精准匹配消费者需求。公司建立了全域运营的会员体系沉淀线上、线下消费者数据，形成对消费者偏好和行为的深度洞察。截至 2020 年底，公司拥有超 600 万名会员，建立了超过 300 条用户标签的用户画像，并基于市场调研与数据分析进行新品研发，精准匹配消费者需求。
- ▶ **研发体系：**内外协作的研发创新平台助力持续的新品孵化落地。内部研发方面，公司拥有四个功能实验室，并组建了 26 人的核心研发团队，有效支持从产品配方到生产工艺的研究开发；外部合作方面，公司与立白、扬农化工、日本除虫菊（Kincho）、日本狮子化学（Lion）等国内外机构合作，紧密跟进全球最新技术进展，强化产品研发能力。

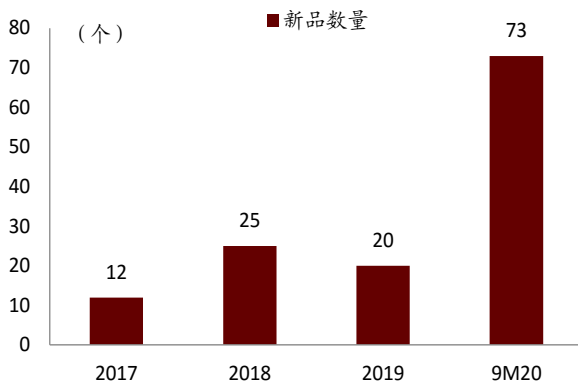
- ▶ **新品推出：加速新品推出节奏，响应消费者多元化场景需求。**公司自2018年重组以来，逐步加快新品推出的节奏，仅2020年前九个月公司推出73款新品，在杀虫驱蚊、家居清洁等细分品类的SKU超过100个，产品线覆盖齐全以满足消费者多样化的需求。

图表 35：基于消费者洞察的新品研发体系



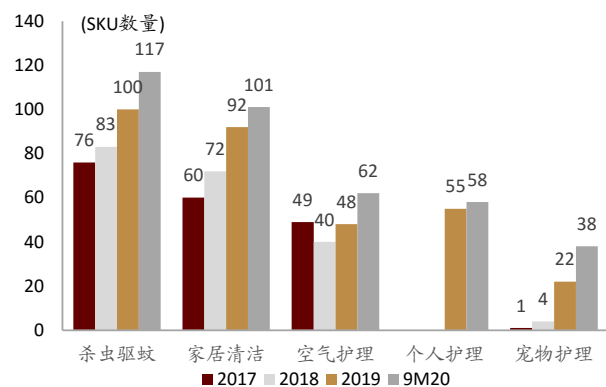
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 36：公司新品推出速度加快



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 37：2017-2020 年 9 月底不同品类 SKU 数量



资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 持续深耕产品创新，引领品类变革升级

持续创新引领行业变革，产品口碑深入人心。公司通过研发创新持续推进纵向的产品升级与横向的应用拓展，为消费者提供深入场景的细分化产品组合，精准定位细分客群需求，有效提升品牌黏性与溢价能力，先后打造 5 个销售额过亿的大单品，口碑深入人心。

- ▶ **产品迭代：**随着消费者对产品便携性、稳定性的需求的提升，高性价比的升级品类对传统品类的替代趋势较为明确。公司持续推进研发创新，推出多款新型驱蚊产品承接品类结构性变革的红利，于 2007 年推出电蚊香加热器完成由点燃到加热的变

革，并于2018年推出超威防蚊网完成由加热到常温的进一步迭代，凭借优秀的产品力赢得消费者口碑，连续五年（2015-2019年）位列杀虫驱蚊行业第一。

- ▶ **应用拓展：**公司基于在杀虫驱蚊行业的优势，于2010年进一步拓展儿童驱蚊等细分市场领域，针对儿童对安全性的更高需求，推出贝贝健品牌定位儿童杀虫驱蚊，并于2016年成为该细分品类的龙头，市场份额遥遥领先。

图表 38：公司杀虫驱蚊产品的升级迭代

应用拓展： 高端化、 细分化市场持续渗透	超威产品				
	超威盘香	超威电热蚊香片	超威电热蚊香液	超威防蚊网	
规格	10-50盘	12-78片	30-40ml	1片	
建议零售价(元)	3.2-14	10.5-36	24.5-50.9	78	
单位可使用时长	8-9小时/盘	12小时/片	60天/40ml	100天/片	
每晚单价(元)	0.28-0.32	0.46-0.88	约0.85	0.78	
性能对比	<ul style="list-style-type: none"> <li>单位时间释放大，效果好，起效快；</li> <li>有明火、烟雾、颗粒物；</li> <li>气味较大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无烟、无灰、无明火；</li> <li>固体蚊香片长期加热，驱蚊效果不稳定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>采用芯棒使得挥发速率更稳定；</li> <li>仍需接通电源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>常温挥发而无需点燃或连接电源</li> </ul>	
<b>产品迭代：研发创新推动产品安全性、稳定性、持续性、便捷性不断提高</b>					
	贝贝健产品				
规格	10-36盘	60片	30-40ml	1片	
建议零售价(元)	5.2-17.2	23-33	24.2-40	39	
单位可使用时长	7-8小时/盘	12小时/片	45天/30ml	30天/片	
每晚单价(元)	0.48-0.52	0.38-0.55	约0.89	1.3	
性能对比	<ul style="list-style-type: none"> <li>定位为适合儿童、孕妇使用的温和和无刺激产品</li> <li>对比超威同类型产品配方成分更天然、安全、低刺激性</li> </ul>				

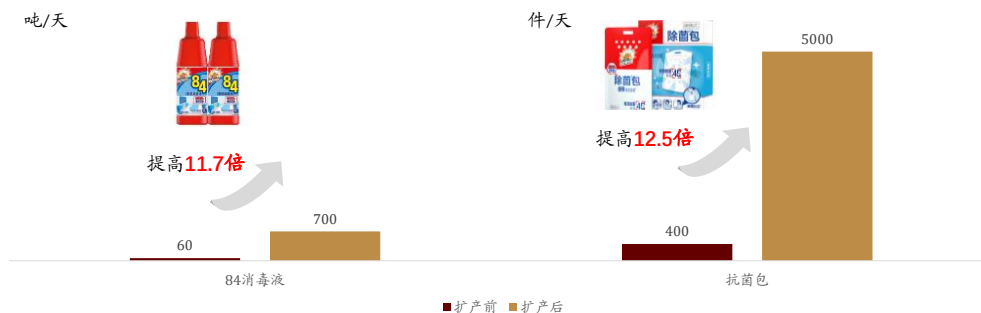
资料来源：公司公告，品牌官方旗舰店，中金公司研究部

数字化赋能提升运营效率，柔性供应链快速响应市场需求变化

**数字化赋能全场景数据应用与决策。**公司将 100 名供应商接入数字化管理平台，并通过 SRM 系统、生产计划管理平台、ERP 系统等构建供应链管理体系，提高供应链运营效率，协调全业务线生产计划。

**柔性供应链体系保障高效的生产流程。**垂直整合的供应链体系一方面能够根据产品的季节性快速调节上游供应链及产能，实现按需生产、均衡发货，另一方面可将资源聚焦产品研发与品牌推广，快速响应市场需求变化。2020 年上半年疫情期间，消费者对杀菌清洁的需求激增，公司在 10 天内推出了 5 种除菌产品，并通过灵活的供应链体系高效地分配生产订单，显著提高生产效率，84 消毒液产能由 60 吨/天提升至 700 吨/天，抗菌包产能由 400 只/天提升至 5,000 只/天。在疫情期间供应、物流受阻等情形下，公司 1Q20 收入仍实现逆势同比增长 13.3%，其中家居清洁收入同比增 49.4%。

图表 39：疫情期间消杀类产品在短时间内快速扩产



资料来源：公司公告，中金公司研究部

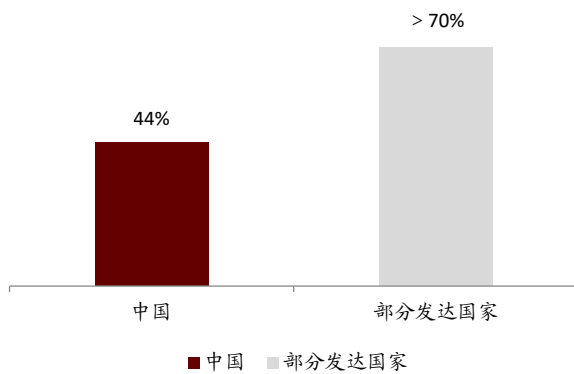
## 成长驱动力：产品升级、品类拓展、全渠道协同共筑成长

### 产品创新引领行业变革，公司优势品类有望进一步做大做强

**传统优势品类存在较大整合空间。**目前中国新型杀虫驱蚊产品渗透率约为 44%，对标美国仍存在 1.5-2 倍的整合空间。公司持续夯实传统品类优势，通过产品配方、设计、包装等升级以满足不同消费场景、销售渠道及消费群体需求，我们认为有望持续受益于细分化、高端化需求提升的趋势，持续抢占市场份额。

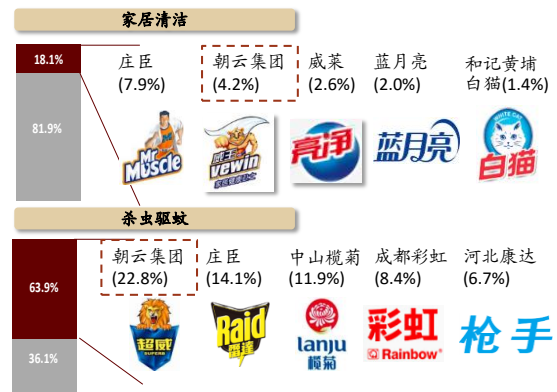
**产品创新引领品类升级迭代。**公司作为杀虫驱蚊品类的龙头，不断突破技术前沿并持续引领行业升级迭代。在杀虫驱蚊领域，公司率先推出电热蚊香片/液替代传统盘香，并推出常温防蚊网、防蚊液等实现产品的进一步升级迭代；在家居清洁领域，公司基于消费者多场景家居清洁痛点先后推出洗衣机槽清洁剂、纱窗清洁剂、空调清洁剂等新型产品。我们认为随着高端化、细分化需求的提升，传统品类有望受益于行业结构性变革实现稳健增长。

图表 40：中国新型杀虫驱蚊产品渗透率有较大提升空间（2019 年）



资料来源：灼识咨询，中金公司研究部；注：新型杀虫驱蚊主要指电热蚊香片/液，以及户外产品等

图表 41：公司传统优势品类份额仍存较大提升空间（2019 年）



资料来源：灼识咨询，中金公司研究部

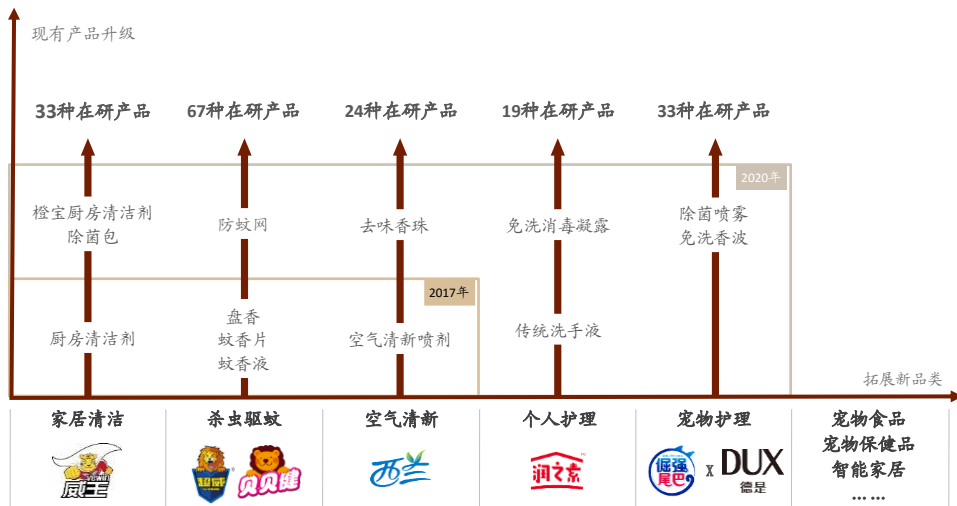
### 宠物、个护赛道积极拓展，高速增长可期

**加速布局高成长性赛道，宠物护理、个人护理板块前景可期。**公司战略性拓展宠物护理与个人护理品类，凭借高效的新品研发体系、可复制的品牌孵化能力以及深度渗透的渠道优势在较短时间内迅速抢占市场，快速建立细分品类竞争优势。2019 年公司拓展宠物护理品类，并推出倔强的尾巴，在上市后四个月实现香水除味类目品牌排名前一，并获得天猫金妆奖 2020 年最具潜力新锐品牌。我们认为宠物、个护等赛道的布局有望承接行业高成长的红利，构筑第二增长曲线。

**募投项目拟用于现有产品升级及新品落地。**公司 2020 年公司新产品收入占比 17.8%，未来拟募集资金用于新品的研发与现有产品的升级，重点发力宠物护理、个人护理品类，把握细分市场的增长机会。根据招股说明书，2021 年公司预计宠物护理、个人护理分别有 28 款、13 款新品落地，家居护理中有 19 款升级产品推出，进一步满足细分市场的客群需求，强化多品牌、多品类战略布局。



图表 42：公司产品拓展方向



资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：在研产品数量截至2020年9月底

### 全渠道协同发展，加速线上渠道裂变成长

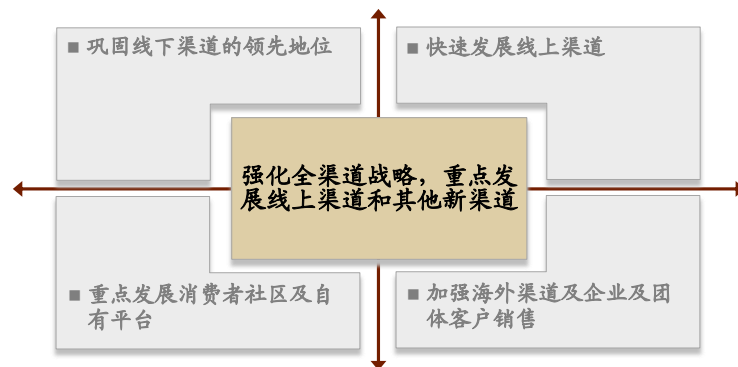
#### 夯实线下渠道根基，强化线下网络布局

**巩固线下渠道优势，强化线下网点布局。**截至2020年底公司覆盖终端销售网点约为62万家，对比兄弟公司立白集团136万+的终端仍有渗透与拓展的空间。为进一步巩固线下渠道竞争优势，公司计划继续推行“百万分销项目”，扩大经销网络，助力提升区域市场的渗透与覆盖，进一步提升品牌知名度。

**发展到家业务，深入渗透消费者社区。**公司积极拥抱新零售模式，重点发展到家业务，通过成立专门的到家业务营销团队以提升到家业务运营水平和规模，目前已发展5个到家平台及16个零售商合作平台，我们认为到家业务的发展有望提升线下渠道的渗透，把握快速发展的新零售机遇。

**逐步建立全球分销网络，把握海外市场增长潜力。**截至2020年12月，公司产品已销往菲律宾等24个国家和地区。公司计划加强海外渠道及企业及团体客户销售，通过经销商合作等方式进一步渗透东南亚市场，并逐步在南非、东非及拉丁美洲市场建立分销网络。

图表 43：公司渠道四大战略

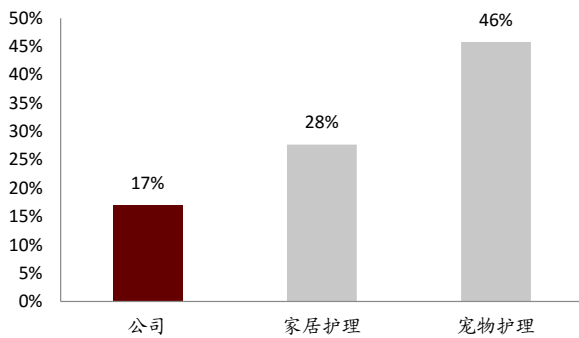


资料来源：公司公告，中金公司研究部

加速线上渠道拓展，全渠道协同发展助力可持续增长

加快线上渠道拓展，有望成为未来规模扩张主要驱动力。自2018年公司加快布局线上渠道以来，线上销售实现2018-2020年CAGR338%的强劲增长。2020年公司线上销售占比约17%，较家居护理、宠物护理行业线上渠道占比的28%/46%仍有较大提升空间。公司拟在强化主流电商平台合作的基础上，拓展社交电商、生鲜电商等新兴线上渠道的布局，我们认为未来线上渠道有望延续高速增长的势头，有望成为未来规模扩张主要驱动力之一。

图表44：公司与各行业线上销售占比（2020年）



资料来源：公司公告，欧睿咨询，中金公司研究部

图表45：公司线上渠道拓展策略



资料来源：公司公告，中金公司研究部

全渠道协同发展，打造高粘性私域流量闭环。公司拟打造私域流量运营闭环，加速线上线下渠道一体化发展。借助线下强大的分销网络及线上多平台运营打通流量入口，并导入消费者社区自有平台，逐步沉淀以微信群、小程序及公众号为中心的私域流量，打造“获客、留存、促活、变现、自传播”的闭环，建立高粘性、高转化、高复购的运营模式。

图表46：公司重点发展消费者社区及自有平台（2020年）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- ▶ **营业收入：**随着后疫情时代消费者习惯的迁移及线下渠道景气度回升，我们预计公司业绩有望实现快速增长。考虑到电商渠道的高速增长态势及新产品的加速落地，我们预计 2021-22 年公司收入分别达到 22.2/28.9 亿元，同比增长 30.2%/30.5%。分品类来看：
  - **家居护理板块：**我们预计 2021-22 年公司家居护理产品收入分别达到 19.0/23.2 亿元，同比分别增加 22.0%/22.1%，其中家庭清洁产品受益于疫情后家庭清洁需求的提升，有望实现较快增长；杀虫驱蚊及空气护理业务预计将保持稳健增长。
  - **个人护理板块：**我们预计 2021-22 年公司个人护理业务收入分别达到 2.0/2.9 亿元，同比分别增加 86.3%/44.9%。个人健康意识的提升及新品的有望推动个人护理业务的快速增长。
  - **宠物护理板块：**公司战略性布局宠物护理业务切入快速增长的宠物行业，我们认为未来有望受益于行业增长的红利，成为新的业绩增长点。我们预计宠物护理业务将有望延续高速增长势头，2021-22 年收入将分别达到 1.0/2.6 亿元，同比分别增长 347.3%/166.3%。
- ▶ **毛利率：**我们预计 2021-22 年公司的毛利率将分别提升至 45.6%/48.0%，一方面受益于传统业务产品的迭代升级，另一方面高毛利的宠物护理、个人护理等新品类占比提升推动公司产品结构优化。
- ▶ **期间费用率：**2020 年销售费用率受疫情影响有所下滑，考虑到未来公司拟加速新品的落地与推广、发力线上渠道的拓展，我们预计 2021-22 年销售费用占比将有所提升至 25.5%/27.4%；我们预计 2021-22 年管理费用率将稳定在 5.0%左右的水平。
- ▶ **净利润端：**我们预计 2021-22 年公司净利润将达 3.05/4.08 亿元，同比增长 36.2%/34%，对应 2020-22 年复合增速为 35.1%；2021-22 年净利润率分别为 13.7%/14.1%。

图表 47：收入分拆与主要假设

(人民币 百万元)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,350</b>	<b>1,383</b>	<b>1,702</b>	<b>2,217</b>	<b>2,893</b>	<b>3,612</b>
+/-	0.3%	2.5%	23.0%	30.2%	30.5%	24.8%
<b>营业成本</b>	<b>-848</b>	<b>-784</b>	<b>-960</b>	<b>-1,206</b>	<b>-1,505</b>	<b>-1,815</b>
+/-	-1.7%	-7.6%	22.5%	25.7%	24.8%	20.6%
<b>营业收入按品类分</b>						
家居护理	1,331	1,300	1,561	1,903	2,323	2,774
杀虫驱蚊	936	876	996	1,112	1,242	1,345
家居清洁	331	362	501	726	1,014	1,361
空气护理	64	62	63	65	67	68
个人护理		71	108	202	293	408
宠物护理	0	2	22	99	262	413
其他	19	10	11	13	15	17
<b>营业收入增速</b>						
家居护理	0.2%	-2.3%	20.0%	22.0%	22.1%	19.4%
杀虫驱蚊	1.7%	-6.5%	13.7%	11.7%	11.7%	8.3%
家居清洁	0.2%	9.5%	38.3%	44.9%	39.7%	34.2%
空气护理	-17.9%	-2.2%	2.2%	2.5%	2.5%	2.0%
个人护理			51.7%	86.3%	44.9%	39.5%
宠物护理	148.6%	1903.4%	1164.4%	347.3%	166.3%	57.5%
其他	5.4%	-48.5%	12.5%	15.1%	15.1%	12.1%
<b>销量(百万 公斤)</b>						
家居护理						
杀虫驱蚊	7.80	6.72	7.39	7.99	8.62	9.06
家居清洁	3.89	4.12	5.56	7.78	10.51	13.66
空气护理	0.67	0.62	0.64	0.65	0.66	0.67
个人护理	0.00	0.44	0.67	1.20	1.68	2.27
宠物护理	0.00	0.02	0.25	1.05	2.64	3.95
其他	0.20	0.22	0.27	0.31	0.35	0.39
<b>销量增速</b>						
家居护理						
杀虫驱蚊	-1.5%	-13.8%	10.0%	8%	8%	5%
家居清洁	-6.4%	5.8%	35.0%	40%	35%	30%
空气护理	-33.0%	-7.0%	2.0%	2%	2%	2%
个人护理			50.0%	80%	40%	35%
宠物护理			1100.0%	320%	150%	50%
其他	-56.9%	10.0%	20.0%	15%	15%	12%
<b>销售均价(元)</b>						
家居护理						
杀虫驱蚊	120	130	135	139	144	148
家居清洁	85	88	90	93	97	100
空气护理	95	100	100	100	101	101
个人护理		161	163	168	174	180
宠物护理		83	88	94	100	105
其他	96	45	42	42	42	42
<b>销售均价增速</b>						
家居护理						
杀虫驱蚊	3.2%	8.5%	3.4%	3.4%	3.4%	3.1%
家居清洁	7.1%	3.5%	2.5%	3.5%	3.5%	3.2%
空气护理	22.5%	5.2%	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%
个人护理			1.1%	3.5%	3.5%	3.3%
宠物护理			5.4%	6.5%	6.5%	5.0%
其他	144.6%	-53.2%	-6.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>毛利率</b>						
家居护理	37.2%	43.5%	44.4%	44.3%	44.2%	44.1%
杀虫驱蚊	33.3%	40.9%	39.2%	41.0%	42.5%	44.0%
家居清洁	45.6%	48.0%	53.2%	53.0%	54.0%	55.0%
空气护理	49.8%	54.1%	56.0%	56.0%	56.0%	56.0%
个人护理		42.8%	33.9%	37.0%	40.0%	42.0%
宠物护理	56.3%	63.3%	54.5%	57.0%	59.0%	59.0%
其他	39.9%	30.3%	14.3%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司公告、中金公司研究部

图表 48：主要财务指标

(人民币 百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>损益表</b>					
营业收入	1,383	1,702	2,217	2,893	3,612
营业成本	-784	-960	-1,206	-1,505	-1,815
其他收入	42	40	75	75	95
销售费用	-334	-372	-565	-793	-990
占收入比例	24.2%	21.9%	25.5%	27.4%	27.4%
管理费用	-62	-85	-110	-144	-174
占收入比例	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	4.8%
财务费用	-0	-3	-3	-0	-0
税前利润	232	293	395	526	727
所得税	-48	-60	-81	-108	-150
净利润	185	224	305	408	568
净利率	13.4%	13.1%	13.7%	14.1%	15.7%
<b>现金流量表</b>					
经营活动现金流	473	383	433	518	763
投资活动现金流	60	-19	-37	-22	13
融资活动现金流	-231	10	2,273	-92	-123
货币资金增加额	301	374	2,669	404	653
货币资金期初余额	210	511	885	3,554	3,958
货币资金期末余额	511	885	3,554	3,958	4,610
<b>资产负债表</b>					
<b>流动资产</b>					
货币资金	511	885	3,554	3,958	4,610
应收关联方款项	52	48	65	84	105
应收账款	91	102	126	164	205
存货	373	360	461	575	693
可收回税项	8	4	4	4	4
其他资产	-	-	-	-	-
	<b>1,035</b>	<b>1,398</b>	<b>4,209</b>	<b>4,785</b>	<b>5,618</b>
<b>非流动资产</b>					
已质押银行存款	3	0	0	0	0
物业、厂房及设备	136	153	185	209	200
物业、厂房及设备预付款项	7	5	5	5	5
无形资产	0	0	0	0	0
使用权资产	17	15	17	16	15
递延所得税资产	29	37	37	37	37
	<b>191</b>	<b>210</b>	<b>244</b>	<b>267</b>	<b>257</b>
<b>总资产</b>	<b>1,226</b>	<b>1,608</b>	<b>4,453</b>	<b>5,052</b>	<b>5,874</b>
<b>流动负债</b>					
短期借款	0	300	0	0	0
贸易及其他应付款	339	411	471	588	709
合约负债	456	487	592	688	871
应付关联方	196	110	199	260	325
应付税金	4	43	43	43	43
租赁负债	3	2	2	2	2
应付股东款项	207	0	0	0	0
	<b>1,205</b>	<b>1,353</b>	<b>1,308</b>	<b>1,581</b>	<b>1,949</b>
<b>非流动负债</b>					
租赁负债	7	5	5	5	4
其他长期应付	0	0	0	0	0
	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
<b>总负债</b>	<b>1,212</b>	<b>1,358</b>	<b>1,313</b>	<b>1,586</b>	<b>1,954</b>
<b>股东权益</b>	<b>14</b>	<b>251</b>	<b>3,140</b>	<b>3,466</b>	<b>3,921</b>

资料来源：公司公告、中金公司研究部

### 估值方法

我们主要采用 2022 年 P/E 的估值方法，选取了三组可比公司，包括海外成熟市场日化集团、国内市场日化龙头、港股知名消费品公司。考虑到朝云集团作为中国领先的一站式家居护理、宠物护理及个人护理平台，成长空间广阔，给予朝云集团 2022 年 33 倍 P/E，对应公允价值为 157 亿港元和每股股权价值 11.80 港元。

图表 49：可比公司估值表

公司	股票代码	市值(百万元)	净利润(百万元)				P/E (x)		PEG (x)
			2021E	YoY	2022E	YoY	2021E	2022E	2020-22E
朝云集团	6601.HK	9,254	305	36%	408	34%	30.4	22.7	0.9
<b>海外成熟市场日化龙头</b>									
宝洁	PG US Equity	2,156,200	93,180	3%	97,773	5%	23.1	22.1	5.5
联合利华	UL US Equity	1,015,441	46,093	1%	48,798	6%	22.0	20.8	6.4
丘奇&德怀特	CHD US Equity	139,113	4,913	3%	5,230	6%	28.3	26.6	6.4
高乐士	CLX US Equity	148,914	6,196	0%	6,188	0%	24.0	24.1	N.A
花王	4452 JP Equity	192,031	7,641	-4%	8,438	10%	25.1	22.8	7.8
LG生活健康	051900 KS Equity	136,759	5,431	12%	6,130	13%	25.2	22.3	2.0
狮王	4912 JP Equity	36,352	1,289	-29%	1,367	6%	28.2	26.6	N.A
强生	JNJ US Equity	2,863,737	132,311	18%	140,039	6%	21.6	20.4	1.8
板块均值	-	-	37,132	9%	39,245	6%	24.7	23.2	5.0
<b>新兴市场日化龙头</b>									
上海家化*	600315.SH	37,749	518	20%	853	65%	72.9	44.3	1.8
珀莱雅*	603605.SH	35,031	621	30%	767	24%	56.4	45.7	2.1
板块均值	-	-	570	26%	810	42%	64.7	45.0	1.9
<b>港股消费品龙头</b>									
蓝月亮*	6993.HK	46,115	1,733	54%	2,134	23%	27.6	22.4	0.7
颐海国际*	1579.HK	62,685	1,171	32%	1,512	29%	55.6	43.0	1.8
百威亚太*	1876.HK	290,994	6,921	101%	8,770	27%	43.6	34.4	0.7
华润啤酒*	0291.HK	176,397	3,626	73%	4,472	23%	50.5	40.9	1.1
板块均值	-	-	3,363	190%	4,222	26%	44.3	35.2	1.1
均值	-	-	22,260	41.4%	23,748	6.7%	36.0	29.7	3.2

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：\*采用中金预期，其余为市场一致预期；A股及港股数据截至2021年5月12日，海外市场数据截至2021年5月11日

图表 50：公司主要竞争对手一览

公司名称	类型	品牌成立或进入中国时间	主营业务	竞争地位	2019年零售额(百万元)	零售额2016-19 CAGR	欧睿零售额统计范围
庄臣	外资	1987	杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、保鲜储物及鞋类护理等	2019年庄臣在中国家居护理/家居清洁/空气护理市占率第一(10.2%/7.9%/14.7%)，在杀虫驱蚊市占率第二(14.1%)	5,412	9.3%	空气护理、杀虫驱蚊、表面清洁、洁厕剂
朝云集团	内资	1995	杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、个人护理、宠物护理等	2019年公司在家居护理/杀虫驱蚊市占率分别排名第二/第一(9.4%/22.8%)。2019年公司收入为13.8亿元。	2,209	11.3%	空气护理、杀虫驱蚊、表面清洁、洁厕剂
中山视菊	内资	1982	杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、织物护理、餐具护理等	2019年视菊在中国家居护理/杀虫驱蚊市占率均排名第三(3.5%/11.9%)	1,004	-0.6%	杀虫驱蚊
河北康达	内资	1989	杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理等	2019年康达在中国家居护理/杀虫驱蚊市占率分别排名第五/第五/第三(2.3%/6.7%/2.6%)	562	0.1%	杀虫驱蚊
威莱	外资	2000	个人健康护理、家居清洁、织物护理	2019年威莱在中国洗手液/家居清洁市占率分别排名第三/第三(13.0%/2.6%)	2,015	10.7%	表面清洁、洁厕剂
蓝月亮	内资	1992	产品包括衣物清洁护理、个人清洁护理及家居清洁护理三大品类	2019年蓝月亮在中国洗手液/家居清洁市占率分别排名第三/第四(10.3%/2.0%)。2019年公司收入为70.5亿港元，个人清洁/家居清洁收入分别为4.2/4.5亿港元	1,896	2.3%	表面清洁、洁厕剂、个人护理
上海家化	内资	1989	美容护肤、个人护理、家居护理，其中家居护理包括织物清洁、家电除菌、厨房清洁、卫浴清洁	2019年上海家化的六神在中国花露水市占率排名第一(60.1%)。2019年公司收入76亿元，主要为个护和美容护肤，家居护理收入3.3亿元	7,398	6.3%	个人护理

资料来源：公司公告，公司官网，欧睿咨询，中金公司研究部；注：欧睿咨询统计口径与灼识咨询存一定偏差，朝云零售额数据为空气护理、杀虫驱蚊、表面清洁、洁厕剂四个品类之和

## 投资建议

**首次覆盖给予“跑赢行业”评级。**朝云集团作为中国领先的家居护理、宠物护理及个人护理平台，拥有强大的研发能力、可复制的品牌孵化能力及全渠道运营能力，我们看好其传统优势品类创新升级、宠物及个护等新品类拓展，以及全渠道发力带来的广阔成长空间，首次覆盖给予跑赢行业评级，目标价 11.8 港元。

## 风险提示

**产品安全与质量问题：**产品品质的稳定性很大程度上取决于公司的质量控制体系，如果出现产品质量问题，可能对公司品牌声誉造成负面影响，进而损害公司的盈利能力。

**单一品类占比较大：**2020 年公司杀虫驱蚊产品占比高达 58.5%，因此公司业绩受杀虫驱蚊品类影响较大，如果该品类面临生命周期问题或公司无法及时推出替代升级产品，需求下滑会给公司业绩带来潜在的不利影响。

**关联交易：**公司同兄弟公司立白集团及其他关联方在生产与销售存在关联交易：1)生产：2017-20 年公司向相关供应商采购金额占销售成本比重分别为 22.2%/17.9%/ 26.4%/24.2%；2)销售：2017-2020 年公司通过立白集团渠道的销售占比分别为 17.9%/23.0%/20.7%/21.0%。若关联交易关系发生变化，或对公司经营产生负面影响。

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

**特别声明**

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

**截至本报告发布日前十二个月内，中金公司或其关联机构为以下公司提供过投资银行服务：朝云集团-H。**

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

**中金研究基本评级体系说明：**

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

**股票评级定义：**

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

**行业评级定义：**

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在 -10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

V190624  
编辑：赵静



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

#### CICC US Securities, Inc

32<sup>th</sup> Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

#### China International Capital Corporation (UK) Limited

25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

### 新加坡

#### China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

#### 中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

### 上海

#### 中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

#### 中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

