

朝云集团 (6601.HK)

家居护理领军者，宠物业务高增长，多元发展成长可期

朝云集团是国内领先的一站式家居护理、宠物护理及个人护理平台。公司坚持多品牌多品类布局，具有优秀的品牌孵化能力，并在家居护理深耕多年，先发优势显著；宠物护理业务发展迅速，未来有望成为公司利润的新增长点。渠道方面，公司搭建全国性多渠道销售网络体系，线下渠道优势突出，线上渠道长期保持高增速；产品方面，公司通过数字化提高产品研发能力，产品矩阵持续完善。随着公司持续在家居护理行业夯实龙头地位，并积极布局个人护理、宠物护理两大赛道，有望迎来高速成长期，首次覆盖给予强烈推荐评级。

- 朝云集团是中国领先的一站式多品类家居护理、宠物护理及个人护理平台，公司前身为立白集团旗下的超威事业部，目前旗下拥有八大核心品牌，家居护理为公司核心业务，近年来宠物护理、个人护理发展迅猛。2021年公司实现营收17.7亿元，2017-2021年对应CAGR 5.62%，目前公司资金储备充裕，高派息政策体现公司业务信心。
- 日化行业景气度较高，三大细分赛道具有广阔发展空间。中国家居护理行业呈现大市场+高增速发展趋势，2019年中国家居护理市场规模达到458亿元，预计2024年将以8.7%的CAGR增长至694亿元，随着低线城市渗透率持续提升且具有广阔的增长潜力；近年来消费者对美容、健康需求的持续提高，2019年中国个人护理市场规模达到4587亿元，预计2020-2024年对应CAGR为8.9%；宠物经济发展助力宠物护理行业进入高速成长期，高分散格局下未来国产龙头企业具有较大发展空间。
- 坚持多品牌多品类战略，构建全渠道销售网络，产品矩阵持续完善。公司战略性聚焦家居护理、个人护理、宠物护理三大品类，打造八大核心品牌，品牌孵化能力优秀。公司在家居护理与个人护理行业深耕多年，先发优势显著；近年来公司于宠物护理细分赛道持续孵化新品牌，业务发展迅速。渠道方面，公司打造了强大的全国性多渠道销售网络体系，线下分销渠道优势突出，线上渠道增速保持高增长。产品方面，公司构建内外联动的研发平台，数字化提高产品研发能力，产品矩阵持续完善。
- 首次覆盖给予强烈推荐评级。预计公司2022-2024年将实现营业收入18.6/23.2/29.2亿元，实现归母净利润1.2/1.5/1.9亿元，当前股价对应2022年倍PE为23倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：新冠疫情反复；行业竞争加剧；原材料价格大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1704	1770	1859	2318	2923
同比增长	23%	4%	5%	25%	26%
营业利润(百万元)	224	92	120	150	188
同比增长	21%	-59%	30%	25%	25%
归母净利润(百万元)	262	104	133	165	204
同比增长	32%	-60%	28%	25%	23%
每股收益(元)	0.17	0.07	0.09	0.11	0.14
PE	12.2	29.7	22.9	18.3	14.6
PB	11.1	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (首次)

消费品/商业

当前股价：2.41 港元

基础数据

总股本(万股)	133333
香港股(万股)	133333
总市值(亿港元)	32
香港股市值(亿港元)	32
每股净资产(港元)	2.51
ROE(TTM)	3.37
资产负债率	20.1%
主要股东	朝云环球有限公司
主要股东持股比例	74.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.8	-21.3	-71.2
相对表现	1.4	-17.0	-47.1



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 丁浙川 S1090519070002
 dingzhechuan@cmschina.com.cn
 赵中平 S1090521080001
 zhaozhongping@cmschina.com.cn
 王鹏 S1090522040002
 wangpeng25@cmschina.com.cn

正文目录

一、朝云集团：一站式多品类家居&个人&宠物护理品牌商	5
1.1 公司简介：家居护理领军企业，布局多品类赛道	5
1.2 股权结构：创始人家族持股集中，管理团队背景丰富	6
1.3 经营情况：家居护理增长稳健，个人护理、宠物护理齐头并进	8
二、日化行业：行业景气度高，三大细分赛道具有广阔发展空间	11
2.1 家居护理：大市场+多元化发展，低线城市渗透率持续提升	11
2.2 个人护理：疫情下消费者健康意识觉醒，看好行业中长期发展	13
2.3 宠物护理：宠物市场快速发展，高分散格局下国产龙头有望崛起	14
三、坚持多品牌多品类战略，构建全渠道销售网络，产品矩阵持续完善	19
3.1 布局多品牌多品类，家居业务先发优势显著，宠护业务未来可期	19
3.2 打造多渠道全国性销售网络，坚持线上线下全渠道战略，品牌力持续提升	23
3.3 构建内外联动的研发平台，数字化提高产品研发能力，产品矩阵持续完善	25
四、盈利预测及投资建议：首次覆盖给予“强烈推荐”评级	26

图表目录

图 1：朝云集团发展历史	5
图 2：朝云集团股权结构图	6
图 3：公司主营业务收入情况（单位：亿元）	8
图 4：公司净利润情况（单位：亿元）	8
图 5：公司各项主营业务收入情况（单位：亿元）	9
图 6：公司净利润情况（单位：亿元）	9
图 7：家居护理、宠物护理、个人护理收入及变化趋势（单位：亿元）	9
图 8：家居护理、宠物护理、个人护理毛利情况（单位：亿元）	10
图 9：家居护理、宠物护理、个人护理毛利率	10
图 10：公司综合毛利率长期保持稳定	10
图 11：2021 年公司销售费用率同比增长 7.9%	10
图 12：公司 2017-2021 年现金流量情况（单位：亿元）	11
图 13：2015-2024 年中国家居护理市场规模（单位：亿元）	12
图 14：2015-2024 年中国家居护理行业细分市场占比	12

图 15: 2015-2024 年中国家居护理行业各线城市市场规模 (单位: 亿元)	12
图 16: 2015-2024 年中国家居护理行业各线城市市场规模占比	12
图 17: 2015-2024 年中国家居护理行业分渠道市场规模 (单位: 亿元)	13
图 18: 2015-2024 年中国家居护理行业分渠道市场规模占比	13
图 19: 2015-2024 年中国个人护理行业分产品市场规模 (单位: 亿元)	14
图 20: 2015-2024 年中国个人护理行业分产品市场规模占比	14
图 21: 2015-2024 年中国个人护理行业分渠道市场规模 (单位: 亿元)	14
图 22: 2015-2024 年中国个人护理行业分渠道市场规模占比	14
图 23: 宠物经济行业细分板块	15
图 24: 中国宠物行业市场规模情况 (单位: 亿元)	15
图 25: 2021 年中国宠物类型结构	15
图 26: 中国 65 岁以上人口变化趋势 (万人)	16
图 27: 中国城镇宠物猫狗数量变化趋势 (万只)	16
图 28: 中国宠物经济行业发展可以分为四个阶段	16
图 29: 宠物食品市场规模及趋势 (单位: 亿元)	17
图 30: 宠物食品市场可以细分为宠物主粮、零食以及保健品三类	17
图 31: 2020 年京东宠物主粮 top10 品牌份额	18
图 32: 2020 年天猫“双十一”宠物行业全品类品牌销量 TOP10 排行榜	18
图 33: 中国宠物用品市场规模情况 (单位: 亿元)	18
图 34: 中国宠物用品市场划分	18
图 35: 朝云集团战略性聚焦三大品类, 为消费者提供一站式生活方式平台	19
图 36: 2019 年中国家居护理市场竞争格局	20
图 37: 2019 年中国杀虫驱蚊市场竞争格局	20
图 38: 2019 年中国家居清洁市场竞争格局	21
图 39: 2019 年中国空气护理市场竞争格局	21
图 40: 2019 年中国花露水市场竞争格局	21
图 41: 公司个护产品重点布局花露水、洗手液、香皂三大品类	21
图 42: 2020 年公司孵化专业宠物清洁品牌“DUX”	22
图 43: 2021 年公司孵化中高端宠物食品品牌“倔强嘴巴”	22
图 44: 朝云集团战略性收购中博绿亚, 旗下拥有专业宠物健康品牌“小宠”	22
图 45: 朝云集团构建多渠道的全国性销售网络	23
图 46: 2021 年公司分渠道销售情况 (单位: 亿元)	24

图 47: 2021 年公司分渠道销售占比	24
图 48: 朝云集团分渠道毛利率情况	24
图 49: 朝云集团战略发展的八个重点, 公司提出结合自有及外部研发资源推动产品研发的方针	25
图 50: 公司各类产品 sku 情况 (单位: 个)	26
图 51: 公司家居护理产品细分 sku 情况 (单位: 个)	26
表 1: 朝云集团里程碑事件	5
表 2: 公司八个品牌及核心定位	6
表 3: 公司高管从业经验丰富	7
表 4: 朝云集团旗下主要品牌情况	19
表 5: 朝云集团近年来 SKU 持续增长, 品牌矩阵逐渐完善	26
表 6: 朝云集团盈利预测	27
附: 财务预测表	28

一、朝云集团：一站式多品类家居&个人&宠物护理品牌商

1.1 公司简介：家居护理领军企业，布局多品类赛道

朝云集团是中国领先的一站式多品类家居护理、宠物护理及个人护理平台，致力于为中国家庭创造美好生活，持续通过产品升级迭代为消费者提供高效、便捷、安全的产品。目前，朝云集团旗下拥有八个核心品牌：超威、贝贝健、威王、西兰、倔强尾巴、倔强嘴巴、DUX 德是、润之素，产品涵盖杀虫驱蚊、家居清洁、个人护理、宠物护理、空气护理等数十个品类。根据灼识咨询的资料，公司于 2015 年至 2019 年间，以零售额计，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 年的市场份额为 6.3%。

公司前身为立白集团旗下的超威事业部，于 2018 年重组成立。集团历史最早可回溯至 2006 年，陈凯旋先生（持股 65%）与陈凯臣先生（持股 35%）成立安福超威，旨在将其日化业务扩展至其他家居护理产品。于 2017 年年底之前，公司通过组成立白集团旗下超威事业部的多家公司运营业务，并于 2018 年重组成立。自此，安福超威成为广州朝云的间接全资附属公司。公司在董事长陈丹霞女士的带领下加速升级多品牌、多品类战略布局，垂直整合柔性供应链，深耕家居护理、宠物护理、个人护理市场，并于 2021 年 3 月 10 日在香港主板成功上市。

图 1：朝云集团发展历史



资料来源：招股说明书，公司官网，招商证券

表 1：朝云集团里程碑事件

年份	里程碑事件
2006	<ul style="list-style-type: none"> ● 建于自有物业的第一家生产基地安福超威在江西省吉安成立并运营 ● 以“超威”及“西兰”品牌推出多品牌组合产品
2010	<ul style="list-style-type: none"> ● 以“贝贝健”品牌推出含新配方的新型驱蚊剂，更适合儿童的特殊需求
2011	<ul style="list-style-type: none"> ● 以“威王”品牌推出新的家居清洁产品线 ● 第二家生产基地番禺超威在广东省广州成立并运营
2012	<ul style="list-style-type: none"> ● 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	<ul style="list-style-type: none"> ● 与大日本除虫菊株式会社开始开展业务合作。 ● 自 2015 年以来，以零售额计，本集团在中国杀虫驱蚊市场排名第一
2016	<ul style="list-style-type: none"> ● 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	<ul style="list-style-type: none"> ● “威王”获广东省著名商标评审委员会认可为“广东省著名商标”。
2018	<ul style="list-style-type: none"> ● 被中国轻工业联合会及中国日用杂品工业协会评为“2018 年中国轻工业日用杂品行业十强企业”
2019	<ul style="list-style-type: none"> ● 以“倔强的尾巴”及“德是”品牌推出宠物护理产品 ● 以“润之素”品牌进入中国个人护理市场 ● 附属公司安福超威获江西省科学技术厅、江西省财政厅及国家税务总局江西省税务局认定为高新技术企业
2020	<ul style="list-style-type: none"> ● 超威生物科技被中华人民共和国工业和信息化部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资企业 Vietnam Bestwin，拥有 51.0% 主要控制权

2021	<ul style="list-style-type: none"> ● 在香港主板成功上市，股票代码 6601.HK ● 以“倔强嘴巴”品牌推出宠物食品线，涵盖宠物主粮、宠物零食、宠物保健品等多个品类 ● 荣膺“2021 年中国卓越管理公司”奖项，成为代表中国具有先进的管理理念和卓越管理水平的民营企业之一 ● 被纳入恒生综合指数成分股 ● 安福超威产业园开园，加强产业协同，深化智能制造 <p>携手山东帅克达成战略合作，深化宠物主粮供应链布局</p>
2022	<ul style="list-style-type: none"> ● 超威生物获颁“广东省工业联合会科学技术进步奖” ● 入选 2021 年度中国日用杂品行业“质量标杆”典型企业名单 ● 获授中国环境标志产品认证，产品质量和产品生产环境行为获官方认可 ● 战略投资中博绿亚，成第二大股东，大力布局宠物药及宠物保健品业务

资料来源：招股说明书，公司官网

公司推行多品牌、多品类的发展战略，业务涵盖家居护理、宠物护理和个人护理，拥有八个品牌，覆盖驱蚊杀虫、家居清洁、空气护理、环境消毒、便携除菌、宠物用品、宠物食品等多个品类。公司拥有四个家居护理品牌：超威、贝贝健、威王、西兰；三个宠物护理品牌：倔强尾巴、倔强嘴巴、DUX 德是；一个个人护理品牌：润之素。公司的家居护理产品包括杀虫驱蚊产品和家居清洁产品；空气护理产品包括各种各样的空气清新剂；宠物护理产品包括宠物食品、宠物用品、宠物香波及除臭剂；个人护理产品包括护发护肤产品、洗手液及花露水。

表 2：公司八个品牌及核心定位

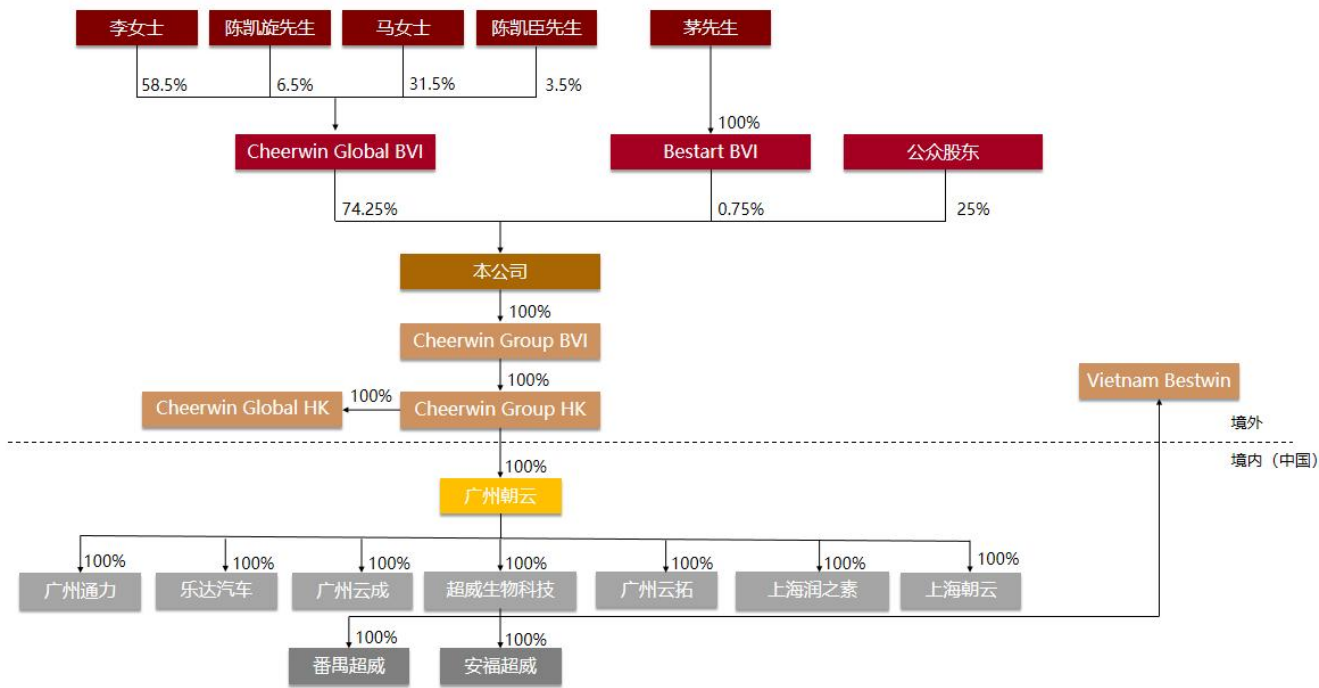
主要业务	目标对象	具体产品
超威	杀虫驱蚊	电蚊拍、电蚊液、灭蚊灯、蚊香、杀虫气雾剂等
贝贝健	儿童驱蚊	蚊香液、防护喷雾、植物精油贴、花露水、防蚊网等
威王	家居清洁	厨房清洁剂、管道疏通剂、消毒液、除菌喷雾等
西兰	空气护理	空气清新剂、除味剂、甲醛净化剂、固体香膏等
倔强尾巴	宠物护理	除菌除味喷雾、洁牙凝胶、宠物香波、猫砂等
倔强嘴巴	宠物食品	猫粮、狗粮、零食猫条、营养补充剂
德是	宠物护理	宠物香波、护毛素、猫砂、犬用香水等
润之素	个人护理	香皂、花露水、洗手液、SOD 霜等

资料来源：公司官网、招商证券

1.2 股权结构：创始人家族持股集中，管理团队背景丰富

股权结构清晰，实际控制人为陈氏家族。公司股权实际控制人为立白集团创始人陈凯旋、陈凯陈兄弟，在 2018 年之前公司是立白集团下面的一个负责家居清洁和驱蚊杀虫的事业部，目前由立白家族成员陈丹霞来负责这块的业务。截至招股说明书最后可行日期，陈氏家族通过环球朝云持股 74.25%，其中陈凯旋先生（58.5%）及其配偶李女士（6.5%）持有环球朝云 65% 的股权，陈凯臣先生（3.5%）及其配偶马女士（31.5%）持有环球朝云 35% 的股权。

图 2：朝云集团股权结构图



资料来源：招股说明书，公司官网，招商证券

公司管理团队经验丰富，股权激励方案落地，激发团队凝聚力。公司高管团队均有多年从事消费品行业经验，涵盖了化妆品、电商、化工等多个领域。其中董事长陈丹霞女士在消费品行业中拥有逾 14 年经验，负责监督整体管理及业务运营，并制定本集团的策略及运营计划。同时，公司积极落实股权激励方案，提升团队凝聚力，激发团队潜力。2021 年间，公司向合格参与者授出合共 480 万股购股权及购股权的行使价为每股 4.33 港元。

表 3: 公司高管从业经验丰富

姓名	年龄	职位	简介
陈丹霞	41	董事长兼 CEO	14 年消费品行业经验，曾于凯晟控股、广州立白及上海新高姿担任董事职务。2006 年 10 月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	54	执行董事兼副总裁	30 年快速消费品行业经验，历任广州立白家居事业部总经理，超威生物科技董事兼总经理。2019 年 6 月取得中国复旦大学工商管理硕士学位
钟胥易	40	执行董事兼 CFO	17 年消费品行业经验，曾任职超威事业部财务管理。2010 年 6 月取得中国中山大学会计硕士学位，2010 年 11 月取得国际注册内部审计师资格。
王冬	42	首席运营官兼品牌管理中心总经理	18 年消费品行业经验，曾任职蜂群传媒总经理、广州立白品牌管理中心副总经理兼媒介传播部总监，自 2012 年 7 月开始负责超威事业部的品牌管理。2002 年 6 月取得中国武汉轻工大学包装工程及工商管理双学士学位。
高吉祥	34	营销管理中心总经理	13 年消费品行业经验，曾担任上海新高姿销售渠道拓展部总监、上海润之素的副总经理。2007 年 7 月取得中国四川大学国际政治学士学位
杨钰	37	经营管理中心总经理	14 年消费品行业经验，曾担任广州立白经营管理部总监，自 2016 年 5 月起负责超威事业部的财务预算管理。2006 年 6 月取得中国湖南工商大学会计学学士学位

丁嘉佳	35	电子商务运营中心 总经理	曾于阿里巴巴集团控股有限公司担任行业专家，于2008年7月取得中国浙江工商大学动画专业学士学位
石训勤	47	投融资中心总经理	曾担任凯晟控股投资与资本运营部总经理，宝凯道融董事总经理，2004年6月取得中国中山大学工商管理硕士学位。

资料来源：招股说明书，招商证券

1.3 经营情况：家居护理增长稳健，个人护理、宠物护理齐头并进

多品牌多品类战略有效落地，主要业务营收稳健增长，净利润下滑。在多品牌多品类战略的引导下，公司积极开发各类家居护理、宠物护理、个人护理产品，品牌、品类愈加多元化，实现了营收和毛利的同步增长。2021年公司主营业务收入17.69亿人民币，2017-2021年对应CAGR 5.62%；同时，2021年公司年毛利为7.87亿人民币，2017-2021年对应CAGR 10.23%；2021年公司毛利率为44.5%。受营业开支大幅增长影响，公司净利润下滑至0.92亿，同比下降58.85%。

图3：公司主营业务收入情况（单位：亿元）

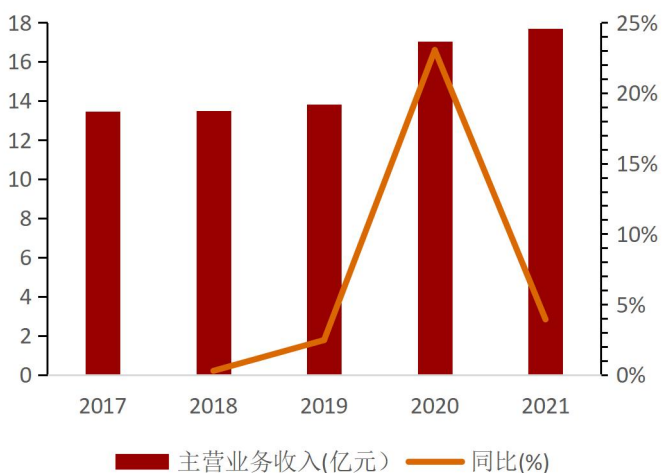
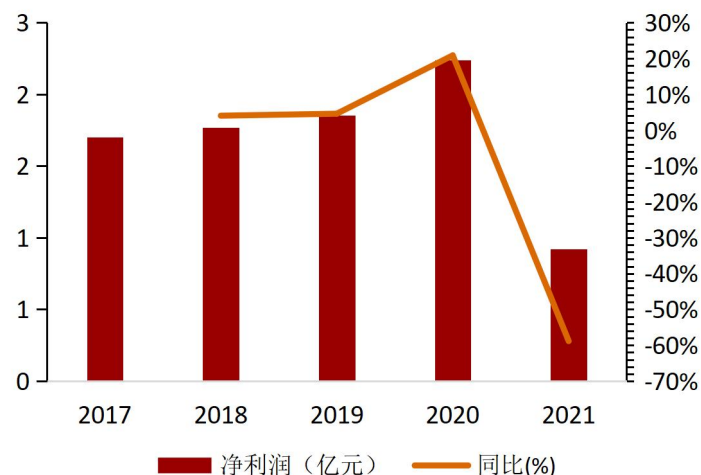


图4：公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

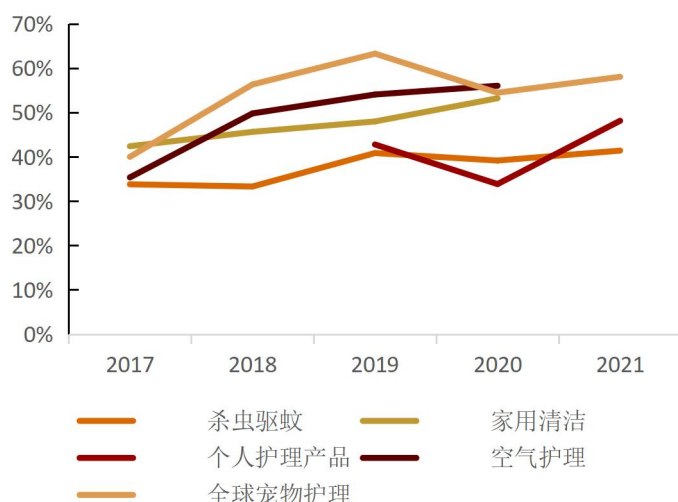
家居护理、个人护理、宠物护理业务是公司主营的三大业务，家居护理产品收入是公司最重要的收入来源，增长趋势稳健。2021年公司家居护理、个人护理、宠物护理业务收入占比分别为90.9%/5.7%/3.0%。其中家居护理产品收入占比常年保持90%以上，具体又可以根据产品细分为杀虫驱蚊、家用清洁、空气护理等，是公司最主要的收入来源。2021年公司家居护理收入为16.08亿人民币，2017-2021年对应CAGR 3.9%。

近年来公司大力发展宠物护理、个人护理业务，推动第二增长曲线孵化，未来业务营收占比有望快速提升。2021年公司宠物护理产品收入为5266.2万元人民币，2017-2021年对应CAGR 345.53%。2021年公司个人护理产品收入为1.01亿人民币，2019-2021年对应CAGR 12.14%。

图 5：公司各项主营业务收入情况（单位：亿元）



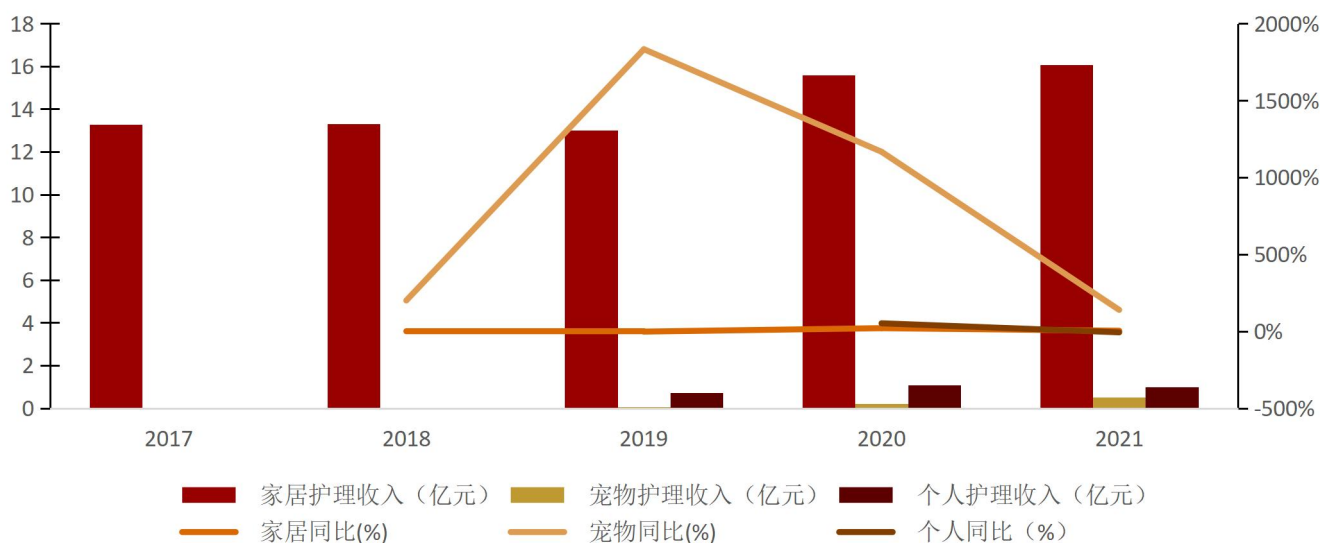
图 6：公司净利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

资料来源：公司公告，招商证券

图 7：家居护理、宠物护理、个人护理收入及变化趋势（单位：亿元）



资料来源：公司公告，招商证券

疫情下各类产品毛利稳步提升,宠物护理毛利亮眼。自 2017 年以来,公司各类产品毛利率均稳步提升。尽管 2020-2021 年期间原材料成本受疫情冲击持续上涨,但是公司通过垂直整合的柔性供应链,不依赖单一原材料,不断优化产品结构、推出高毛利产品,保证了毛利水平的提升。占公司主营 90%以上的家居护理产品毛利率从 36%提升至 43.9%。2017-2020 年,杀驱蚊产品毛利率自 33.8%提升至 39.2%,家用清洁产品毛利率自 42.4%提升至 53.2%,空气护理产品自 35.4%提升至 56%。同时,公司着重布局高景气宠物护理赛道,2017-2021 年间,公司宠物护理产品毛自 40%提升至 58.1%。

图 8: 家居护理、宠物护理、个人护理毛利情况 (单位: 亿元)

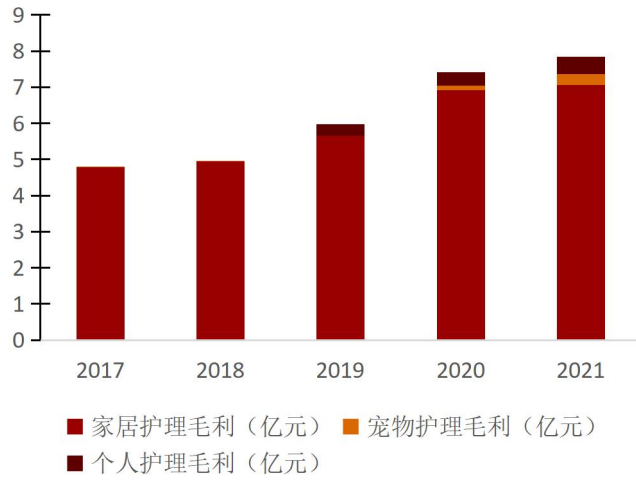
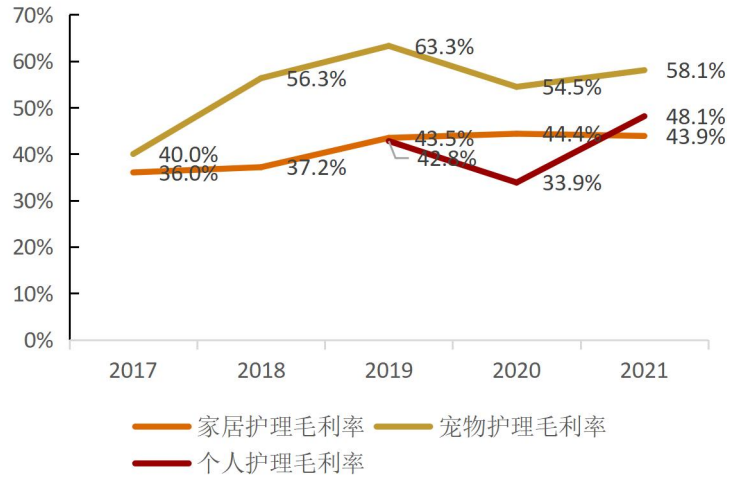


图 9: 家居护理、宠物护理、个人护理毛利率



资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

业务与渠道结构变化以及持续推出新品, 推动公司毛利率持续优化, 近年来公司综合毛利率长期保持稳定增长趋势, 2019-2021 年公司综合毛利率分别为 43.4%/43.6%/44.5%, 一方面是由于业务与渠道结构变化, 毛利率相对较高的宠物业务以及线上渠道收入占比持续增长, 另一方面是由于公司近年来持续推出新品进行消费升级, 新品毛利率通常更高带动综合毛利率持续优化。

费用端三费上升致使盈利能力短期承压。盈利能力方面, 公司营业利润率自 2020 年的 16.78% 下滑至 2021 年的 4.7%, 归母利润率自 2020 年的 12.86% 下滑至 2021 年的 3.39%, 盈利能力下滑主要系费用公司销售费用的快速增长: 2020-2021 年间, 公司销售费率自 21.86% 提升至 29.75%, 主要是由于为了加速发展宠物业务, 抢占市场份额, 公司宠物营销推广费用较同期大幅提升; 管理费自 4.97% 提升至 10.12%, 主要是由于业务发展带来的团队扩充; 财务费率自 0.16% 下降至 0.09%, 主要是由于 2021 年就预防 COVID-19 疫情的专项贷款减少。

图 10: 公司综合毛利率长期保持稳定

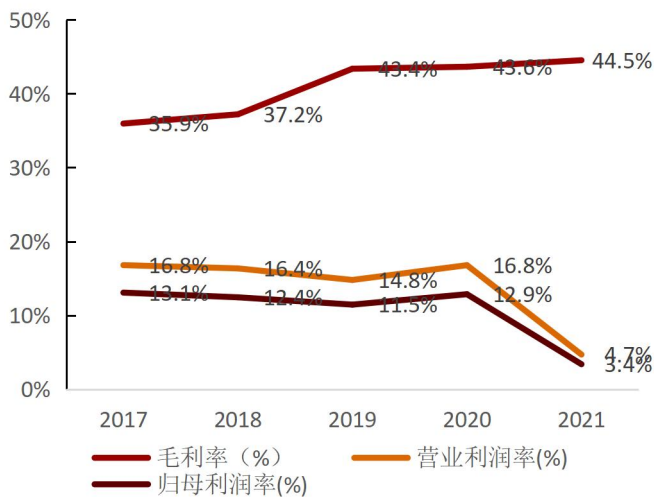
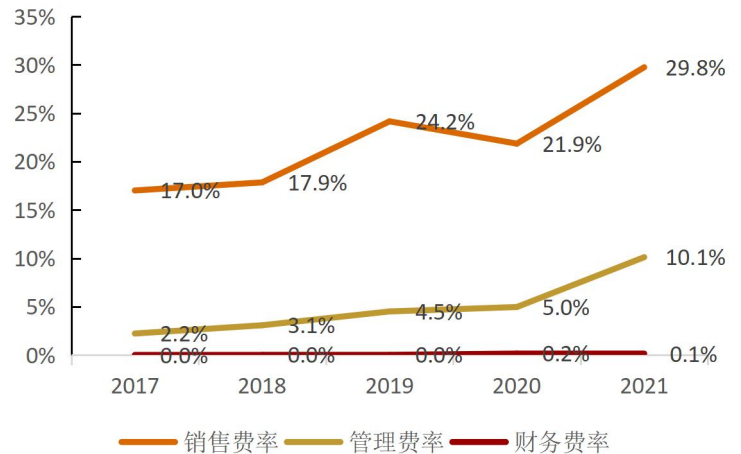


图 11: 2021 年公司销售费用率同比增长 7.9%

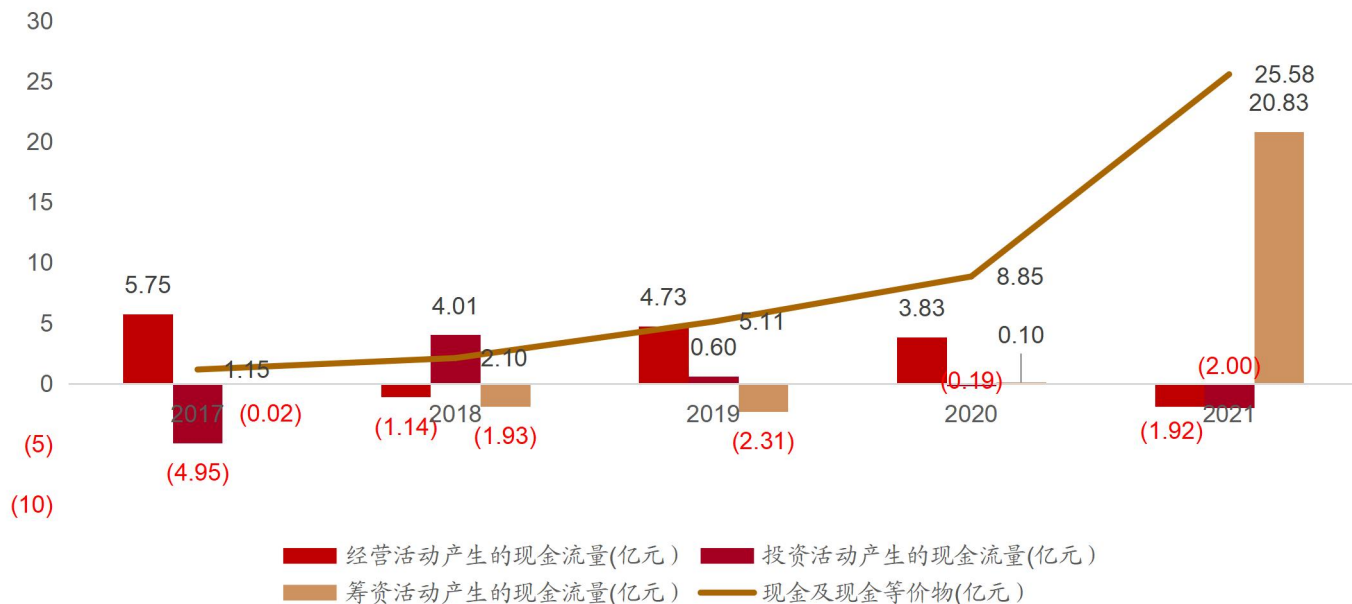


资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

资金储备充裕, 派息决定体现公司业务信心。面临疫情冲击带来的不确定性, 公司保持着充裕的现金储备, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司持有现金及现金等价物达到人民币 25.58 亿人民币。同时, 公司计划就截至 2021 年 12 月 31 日止年度派付末期股息每股普通股人民币 0.0553 元 (相等于每股普通股 0.068 港元), 年度派息比率由截至 2020 年 12 月 31 日止年度的约 25% 增加至截至 2021 年 12 月 31 日止年度的约 80%, 并计划于明年继续实施 80% 以上的高派息政策以持续回报投资者。

图 12: 公司 2017-2021 年现金流量情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 招商证券

二、日化行业: 行业景气度高, 三大细分赛道具有广阔发展空间

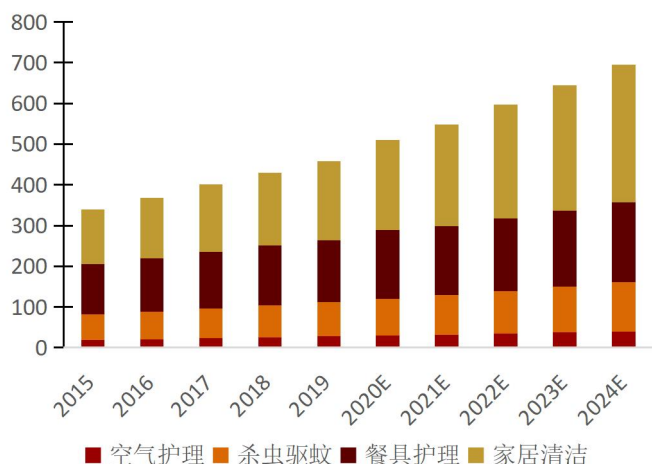
2.1 家居护理: 大市场+多元化发展, 低线城市渗透率持续提升

中国家居护理行业规模位居全球第二位, 呈现大市场+多元化发展趋势, 未来发展空间广阔。根据灼识咨询数据显示, 2019 年中国家居护理市场以 457.7 亿元的规模位居全国第二, 仅次于美国, 2015-2019 年间中国家居护理市场的年复合增长率高达 7.8%, 预计 2024 年中国家居护理市场规模将增长至 694.3 亿元, 对应 2020-2024 年间年复合增速为 8.7%。2019 年, 中国年度人均家居护理产品消费额为 4.8 美元, 远低于美国水平 51.7 美元的水平, 未来仍具有较大的成长空间。

从细分业态来看, 中国家居护理可以分为家居清洁、餐具护理、杀虫驱蚊、空气护理四大市场, 消费场景多元化。

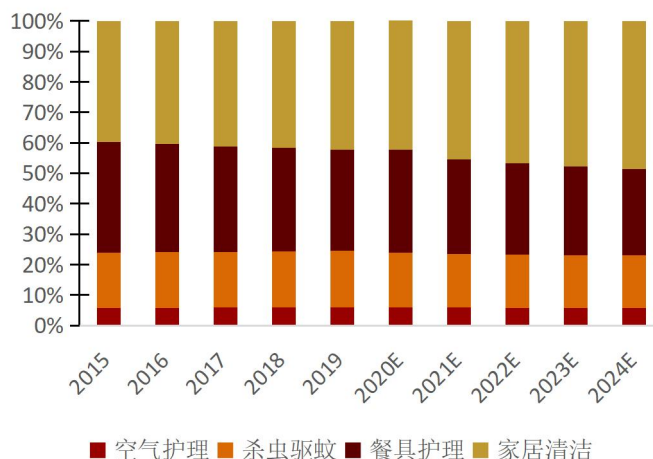
- **家居清洁:** 相较于其他细分业态, 家居清洁用品市场规模较大且增速最快, 2019 年中国家居清洁用品市场规模达到 193.3 亿元, 占中国家居护理规模市场的 42.2%, 预计 2024 年中国家居清洁市场规模将增长至 337.8 亿元, 对应年复合增速为 11.8%。
- **餐具护理:** 2019 年中国餐具护理行业市场规模达到 152.4 亿元, 占中国家居护理市场规模的 33.3%, 预计 2020-2024 年间将以 5.2% 的年复合增速增长至 196.3 亿元, 是中国家居护理行业中规模第二大的细分市场。
- **杀虫驱蚊:** 中国的杀虫驱蚊市场全球规模排名第一, 2019 年中国杀虫驱蚊行业市场规模达到 84.3 亿元, 占中国家居护理市场规模的 18.4%, 预计 2020-2024 年间将以 7.3% 的年复合增速增长至 120.1 亿元, 是中国家居护理行业中增速第二的细分市场。
- **空气护理:** 2019 年中国空气护理行业市场规模达到 27.7 亿元, 占中国家居护理市场规模的 6%, 随着居民消费水平增长以及空气改善意识日益提高, 以及消费者对更安全产品的偏好, 预计 2020-2024 年间将以 7.8% 的年复合增速增长至 40.3 亿元。

图 13: 2015-2024 年中国家居护理市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

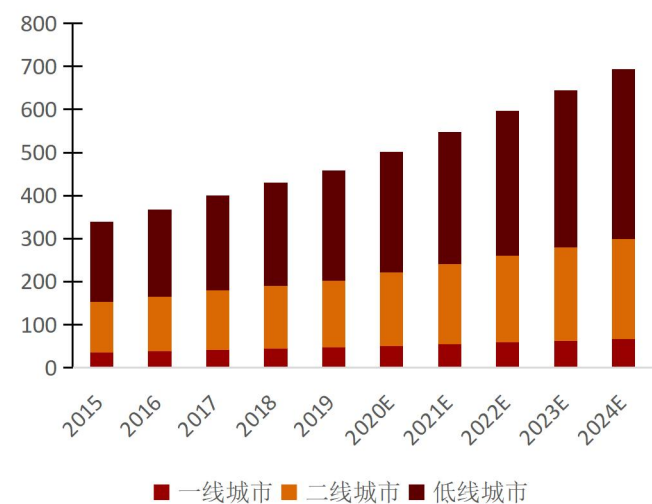
图 14: 2015-2024 年中国家居护理行业细分市场占比



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

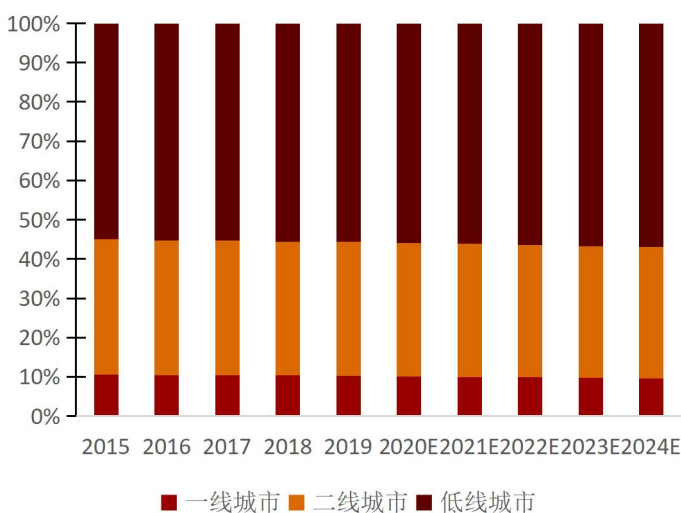
居民消费能力上升带动需求增长, 低线城市渗透率持续提升且具有广阔增长潜力。随着中国居民可支配收入的持续增长, 各线城市的居民在日用品上具有更强的支付意愿, 居民对于个人环境卫生改善也更为重视, 低线城市家居护理产品的渗透率具有明显的提升。2019 年中国一线城市/二线城市/低线城市家居护理市场规模分别为 47.0/156.0/254.7 亿元, 分别占中国家居护理市场规模的 10.3%/34.1%/55.6%, 随着未来我国低线城市家居护理产品渗透率进一步提升, 预计 2025 年中国低线城市家居护理产品市场规模将达到 395.4 亿元, 对应 CAGR 为 9.2%。

图 15: 2015-2024 年中国家居护理行业各线城市市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

图 16: 2015-2024 年中国家居护理行业各线城市市场规模占比

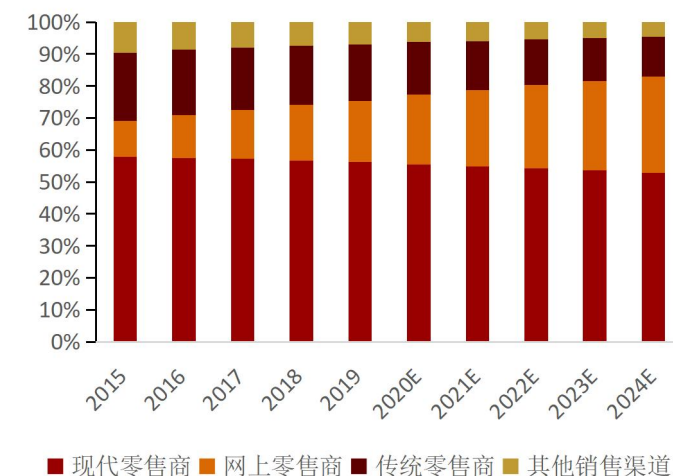
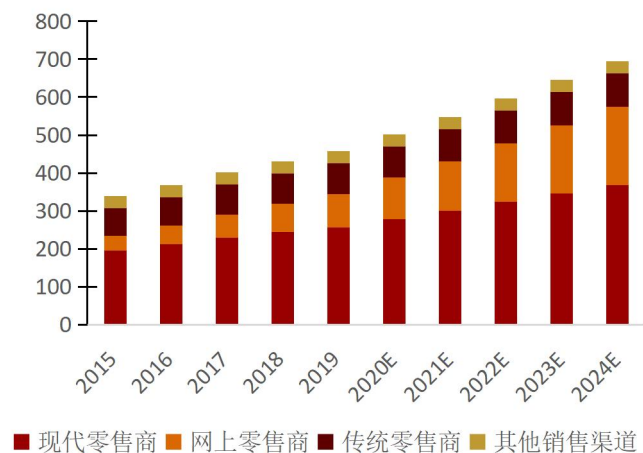


资料来源: 灼识咨询, 招商证券

线下渠道是家居护理产品的主要渠道, 线上渠道占比持续提升。随着近年来电商平台的快速发展, 家居护理企业通过诸如社交网络、电商、短视频等多样化的线上营销手段加速了家居护理产品的更新换代, 线上渠道占比呈现持续提升趋势。2019 年中国家居护理市场线上渠道销售额达到 87.8 亿元, 2015-2019 年间年复合增长率高达 22.9%, 预计 2020-2024 年间线上销售额将保持 18.8% 的高平均增速, 线上渠道销售额占比将有 2019 年的 19.2% 进一步提升至 2024 年的 30.0%。

图 17: 2015-2024 年中国家居护理行业分渠道市场规模 (单位: 亿元)

图 18: 2015-2024 年中国家居护理行业分渠道市场规模占比



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

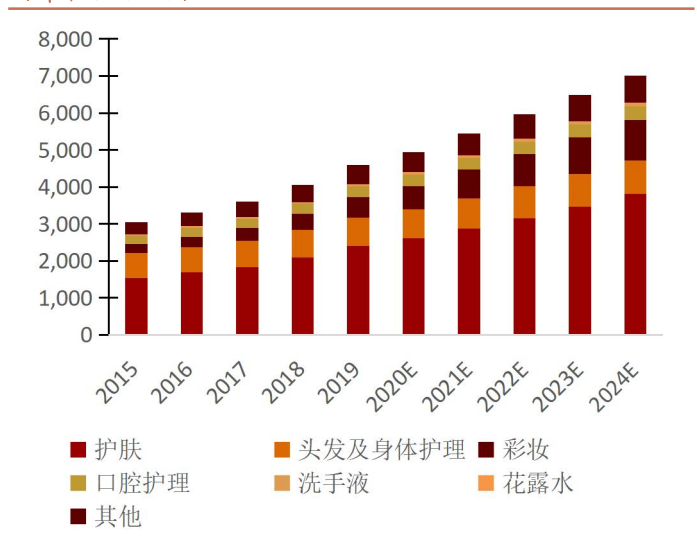
资料来源: 灼识咨询, 招商证券

2.2 个人护理: 疫情下消费者健康意识觉醒, 看好行业中长期发展

由于覆盖范围较大, 产品类型较多, 个人护理市场是三大日化细分行业中规模最大的市场。中国的个人护理市场通常可以包含护肤、彩妆、口腔护理、头发及身体护理、洗手液、花露水等品类, 随着近年来消费者对美容、健康需求的持续提高, 除了基本的清洁和保护功能以外, 消费者对个人护理产品的细分功能的需求更加旺盛, 推动了个人护理行业快速发展。2019 年中国个人护理市场规模达到 4587 亿元, 2015-2019 年间年复合增长率为 10.7%, 预计到 2024 年市场规模将以 8.9% 的年复合增速增长至 7014 亿元。

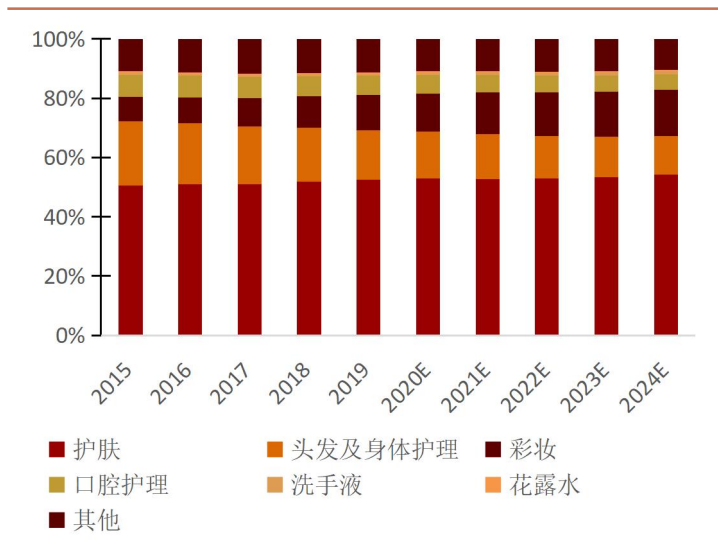
细分市场方面, 护肤、头发及身体护理、彩妆是中国个人护理行业中占比最高的三大市场, 2019 年分别占全市场规模的 52.4%/16.7%/12.0%, 预计 2020-2024 年间年复合增长率分别为 9.6%/3.2%/14.7%; 由于后疫情时代越来越多的消费者开始注重个人卫生以及健康消费, 洗手液市场存量规模虽小却是增速最高的子赛道, 2019 年市场规模仅为 26 亿元, 预计 2020-2024 年将以 24.6% 的年复合增速增长至 78 亿元;

图 19: 2015-2024 年中国个人护理行业分产品市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

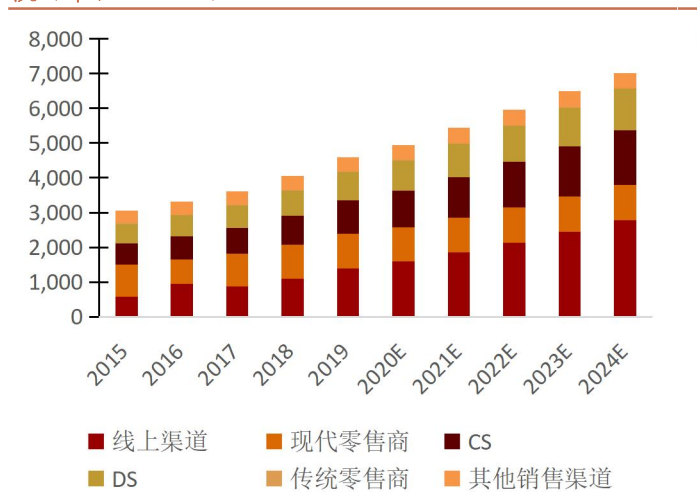
图 20: 2015-2024 年中国个人护理行业分产品市场规模占比



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

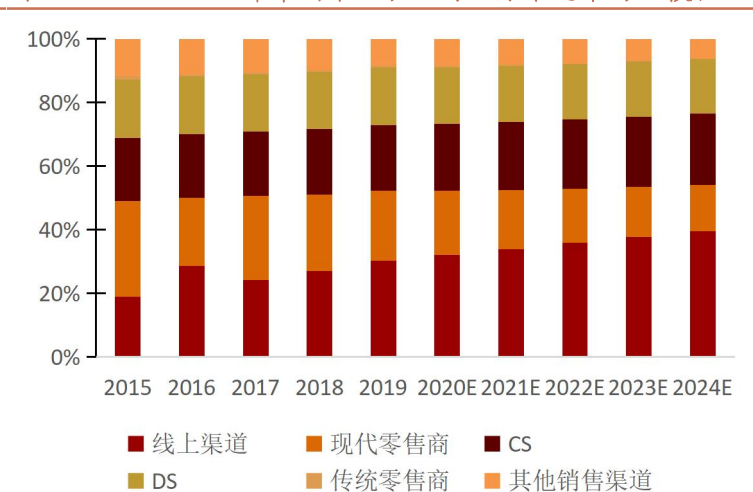
不同于家居护理产品, 个人护理产品更为依赖线上销售渠道。从渠道方面上看, 线上渠道、现代零售商 (即连锁的大卖场、超市、便利店)、CS 店是三大主要渠道, 2019 年三大渠道的市场规模分别为 1390/1004/954 亿元, 占比分别达到 30.3%/21.9%/20.8%, 未来随着互联网渗透率的持续提升、消费者网购习惯的普及以及电商科技的持续发展, 个人护理产品将会更为依赖线上销售渠道, 预计 2024 年线上渠道占比将增长至 39.5%。

图 21: 2015-2024 年中国个人护理行业分渠道市场规模 (单位: 亿元)



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

图 22: 2015-2024 年中国个人护理行业分渠道市场规模占比

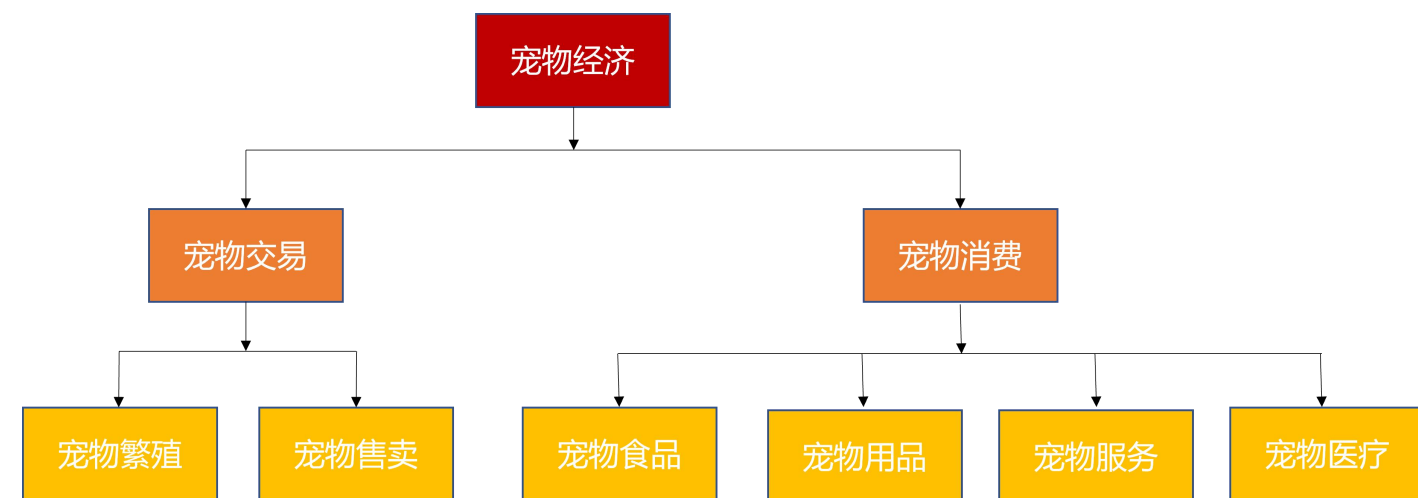


资料来源: 灼识咨询, 招商证券

2.3 宠物护理: 宠物市场快速发展, 高分散格局下国产龙头有望崛起

宠物经济行业分为宠物交易行业与宠物消费行业, 其中宠物消费行业又主要由宠物食品、宠物用品、宠物医疗、宠物服务四大板块构成。具体而言, 宠物食品包括宠物主粮、宠物零食、宠物保健品; 宠物用品包括宠物用具 (窝/垫、食具、饮水器等)、宠物清洁用品 (香波、滴耳露、洁牙凝胶等)、宠物服饰 (项圈、鞋子、衣服等)、以及宠物玩具 (球类、磨牙类、训练玩具等)。

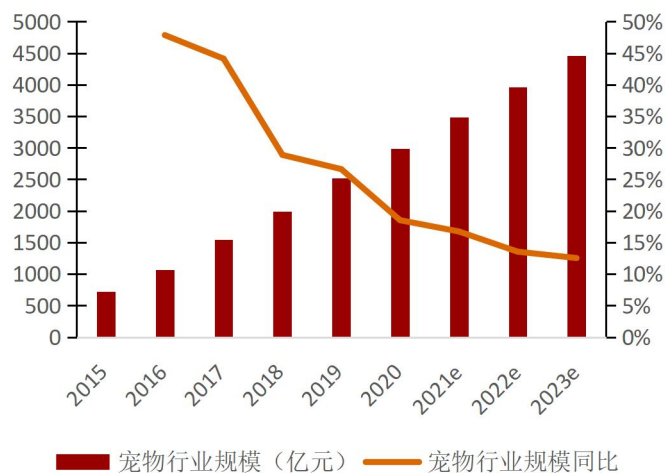
图 23: 宠物经济行业细分板块



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

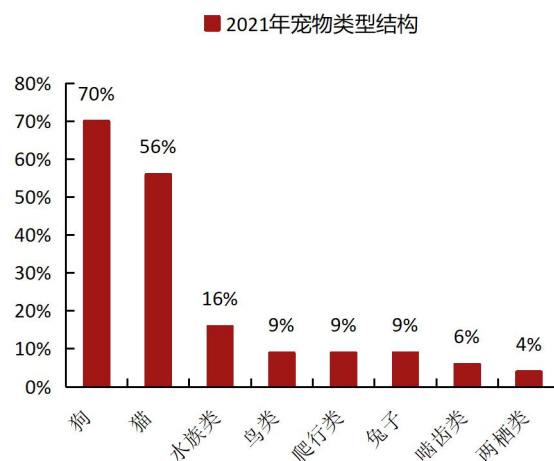
宠物经济兴起, 千亿市场规模潜力巨大。随着我国居民收入水平的不断提高以及人口结构改变, 我国宠物经济行业进入高速发展阶段。自 2016 年以来, 宠物经济市场规模突破千亿元, 截至 2020 年, 市场规模达到 2988 亿元人民币, 年复合增长率为 22.75%。根据艾瑞咨询, 受政策、经济、社会和技术因素驱动, 以及疫情带来的更多潜在养宠人群及情感消费, 预计 2020-2023 年期间宠物经济年复合增长率为 14.2%, 市场将在 2023 年达到 4456 亿元人民币。其中, 犬猫为主要的宠物类型, 占比超过七成; 非犬猫类宠物中, 水族类占比最高, 达到 16%。

图 24: 中国宠物行业市场规模情况 (单位: 亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 25: 2021 年中国宠物类型结构

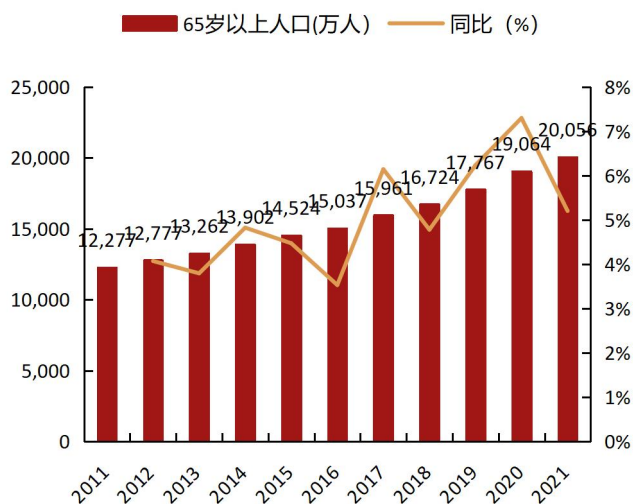


资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

精神和陪伴需求为宠物市场主要驱动因素, 从消费者画像上看, 银发人口、独居人群为潜在宠物主。随着繁重的生活工作压力不断为当代人加压, 宠物成为了人们的感情寄托。根据艾瑞咨询, 九成宠物主均出于增添情趣、解压、缓解孤独等情感动机饲养宠物。人们也不仅仅将宠物看作动物, 而是当作亲人、朋友、生活伴侣悉心照料。根据国家统计局数据, 2011-2021 年间, 我国 65 岁以上人口数量自 1.23 亿增长至 20.06 亿。

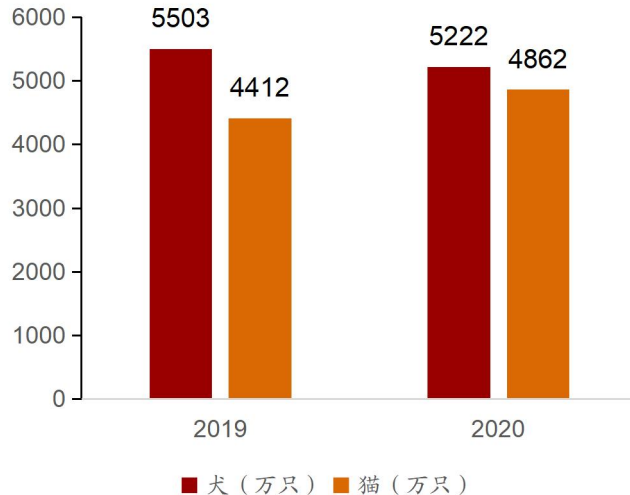
宠物数量持续上升也是推动宠物经济发展的重要因素, 参照美、英, 我国宠物市场仍有巨大发展空间。据灼识咨询报告显示, 2015 年至 2019 年中国城镇宠物猫狗数量由约 6,390 万只增长至约 9,920 万只, 复合年增长率约为 11.6%。《2020 宠物行业白皮书》显示, 2020 年全国城镇犬猫数量达到 1.0084 亿只。其中猫 4862 万只, 比 2019 年增长 10.2%; 犬则比 2019 年减少 5.1%, 为 5222 万只。参照美、英国家 67%、40% 的家庭养宠比例, 我国宠物市场仍有巨大发展空间。中国城镇宠物猫狗数量预计将在 2024 年进一步增长至约 1.39 亿只, 2019 年至 2024 年的复合年增长率约为 7.0%。

图 26: 中国 65 岁以上人口变化趋势 (万人)



资料来源: 中国统计局, 招商证券

图 27: 中国城镇宠物猫狗数量变化趋势 (万只)



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

纵观我国宠物行业的发展历史进程, 具体可以分为萌芽期、起步期、快速发展期、稳健发展期四个阶段。

- **第一阶段: 萌芽期 (1990-1999 年):** 这一时期是国内宠物行业形成的初始阶段, 随着 1992 年中国小动物保护协会成立, 1993 年起以玛氏、皇家为代表的宠物产品国际品牌在中国建立食品加工厂, 宠物食品用品代工厂出现, 随后首批宠物店、宠物用品零售店也逐渐在北京、上海等经济相对发达的一线城市出现, 养育宠物的理念开始逐步进入千家万户。
- **第二阶段: 孕育期 (2000-2012 年):** 随着国民经济的持续发展, 居民消费能力持续提升, 养育宠物数量开始迅速增长, 人们对宠物的消费观念产生变化, 使得宠物向“家人”、“孩子”等情感陪伴角色转变, 国内开始出现宠物产品生产的规模化工厂, 至 2010 年我国登记在册的宠物数量接近 1 万只。
- **第三阶段: 快速发展期 (2013 年-2018 年):** 资本开始加速布局宠物市场, 互联网和电商平台的快速发展下, 宠物市场开始向下沉市场渗透, 国内各类宠物在线服务平台爆发, 部分主打性价比的国产宠物品牌逐渐崛起, 宠物消费向精细化转变。
- **第四阶段: 稳健发展期 (2019 年至今):** 2019 年国内宠物消费市场达到了千亿级的规模, 家庭单位变小以及后疫情时代人们社交距离增加, 推动宠物需求增长, 宠物养殖数量以及规模逐渐兴起, 并于低线城市具有广阔的发展前景。行业产业链逐渐完善的同时, 线上线下全渠道覆盖的零售模式兴起, 围绕宠物消费与服务多种业态出现, 诸如宠物医疗等开始出现线上化等趋势。

图 28: 中国宠物经济行业发展可以分为四个阶段

萌芽期（1990-1999）：
以玛氏、皇家为代表的宠物产品国际品牌在中国建立食品加工厂，宠物食品用品代工厂出现。

快速发展期（2013年-2018年）：资本开始布局宠物市场，互联网和电商推动宠物行业快速发展，宠物在线服务平台爆发，各类宠物品牌崛起，宠物消费向精细化转变。

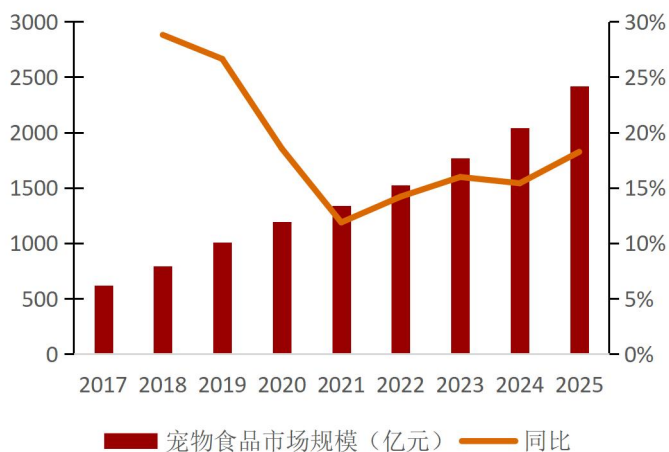
起步期（2000-2012年）：
宠物主数量增长，消费观念开始改变，至2010年我国登记在册的宠物数量接近1万只。

稳健发展期（2019年至今）
2019年国内宠物消费市场达到了千亿级的规模，家庭单位变小推动宠物需求增加，围绕宠物消费与服务多种业态出现。

资料来源：IT 橘子，招商证券

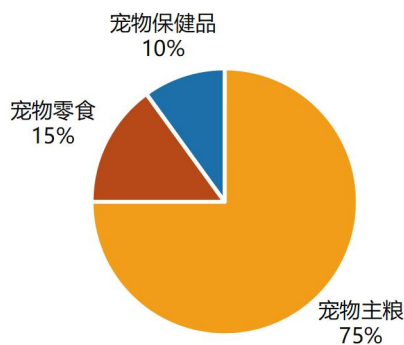
细分市场来看，宠物食品市场为宠物消费市场最重要板块，具体包含宠物主粮、零食以及保健品，是宠物消费市场最重要的板块。2021年宠物食品市场将达到1337亿元人民币，同比增长11.9%。自2016年以来，该市场进入高速发展期，并于2019年突破千亿规模，未来具有广阔的发展空间。其中宠物食品主要包括宠物主粮，宠物零食、以及宠物保健品，具有刚需、高频的消费属性。其中，宠物主粮占比约为75%，包括干粮、湿粮；宠物零食占比约为15%，细分为罐头、饼干、奶酪、火腿等品类；宠物保健品占比约为10%，分为片剂、粉剂、膏剂等品类。

图 29：宠物食品市场规模及趋势（单位：亿元）



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

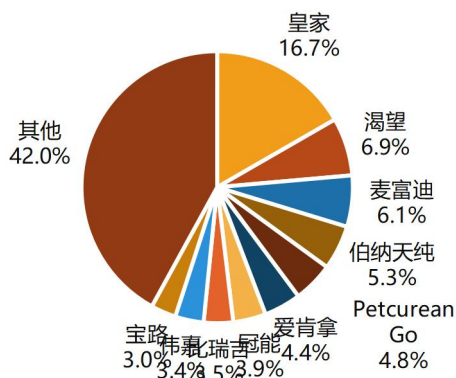
图 30：宠物食品市场可以细分为宠物主粮、零食以及保健品三类



资料来源：艾瑞咨询，招商证券

目前我国宠物食品市场仍以外资为主，国产品牌奋起直追。目前国内宠物食品市场以外国品牌为主，以皇家（Royal Canin）、渴望（Orijen）为代表的外资高端纯进口粮增长亮眼，以伯纳天纯、麦富迪为代表的国产品牌依托供应链优势奋起直追。2020年京东宠物主粮中top10的品牌份额占比为58%，其中仅有伯纳天纯、麦迪富、比瑞吉3家为国产品牌。在2020年天猫“双十一”宠物行业全品类品牌销量TOP10排行榜中，国产宠物食品品牌共占3个席位。其中外资品牌通常主打高端粮，国产品牌则主打中低端粮，通过性价比进行差异化竞争，随着未来下沉市场宠物渗透率的持续提升，国产品牌未来市占率有望持续提升。

图 31: 2020 年京东宠物主粮 top10 品牌份额



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 32: 2020 年天猫“双十一”宠物行业全品类品牌销量 TOP10 排行榜

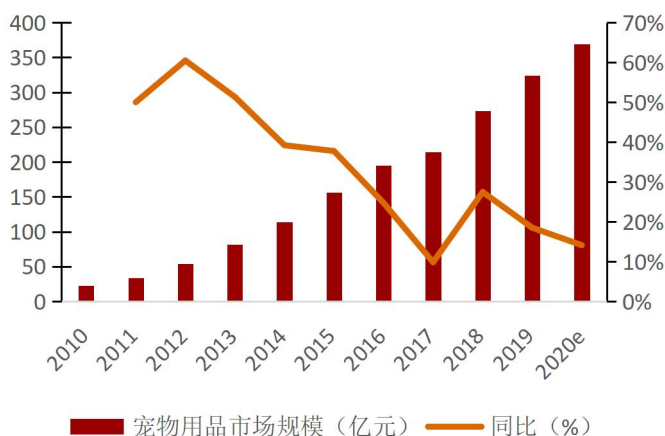
排名	品牌	国家
1	Petcurean Go!	加拿大
2	麦富迪	中国
3	皇家	法国
4	渴望	中国
5	爱肯拿	加拿大
6	凯锐思	中国
7	耐威克	中国
8	伯纳天纯	中国
9	卫仕	中国
10	滋益巅峰	新西兰

资料来源: 天猫, 招商证券

2020 年中国宠物用品行业市场规模达到 369.6 亿元人民币, 是宠物消费赛道中规模仅次于宠物食品的细分市场, 近年来保持着较高的市场增速。宠物用品市场包括宠物用具 (窝/垫、食具、饮水器等)、宠物清洁用品 (香波、滴耳露、洁牙凝胶等)、宠物服饰 (项圈、鞋子、衣服等)、以及宠物玩具 (球类、磨牙类、训练玩具等)。2010-2020 年期间, 宠物用品市场规模自 22.4 亿元人民币增长至 369.6 亿元人民币, 年复合增长率为 32.36%, 远远领先于中国宠物行业的平均增速。

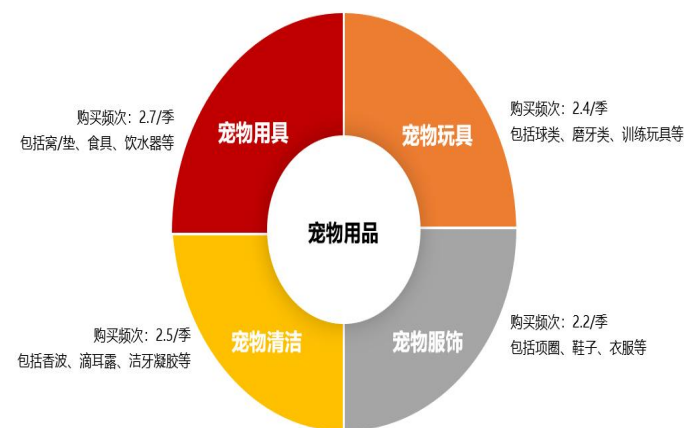
从属性上看, 宠物用品具有刚需、高频等属性是导致其近年来发展较快的原因, 宠物清洁以及宠物用具两大细分赛道发展迅速。宠物用具购买频次约为 2.7 次/季, 宠物清洁用品购买频次约为 2.5 次/季, 由于宠物用具和宠物清洁用品作为日常必需用且消耗较大, 购买频次相对较高, 加之近年来随着人们的生活水平和对清洁环境的要求不断提高, 使得宠物清洁以及宠物用具两大细分赛道近年来发展十分迅速。

图 33: 中国宠物用品市场规模情况 (单位: 亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 招商证券

图 34: 中国宠物用品市场划分



资料来源: IT 橘子, 招商证券

宠物基础清洁是宠物清洁为最大的存量市场, 猫砂是最为主要的驱动项目。宠物清洁用品市场可细分为基础清洁、五官清洁、环境清洁、以及身体清洁, 基础清洁为宠物排泄相关清洁, 如猫砂、狗厕所等; 五官清洁则包括滴耳露、洁牙凝胶等; 环境清洁主要为除味剂以及宠物香水; 身体清洁包括洗澡沐浴、护理毛发相关产品。基础清洁为最大的存量市场, 由于相对刚需, 猫砂为基础清洁中的主要增长驱动项目。

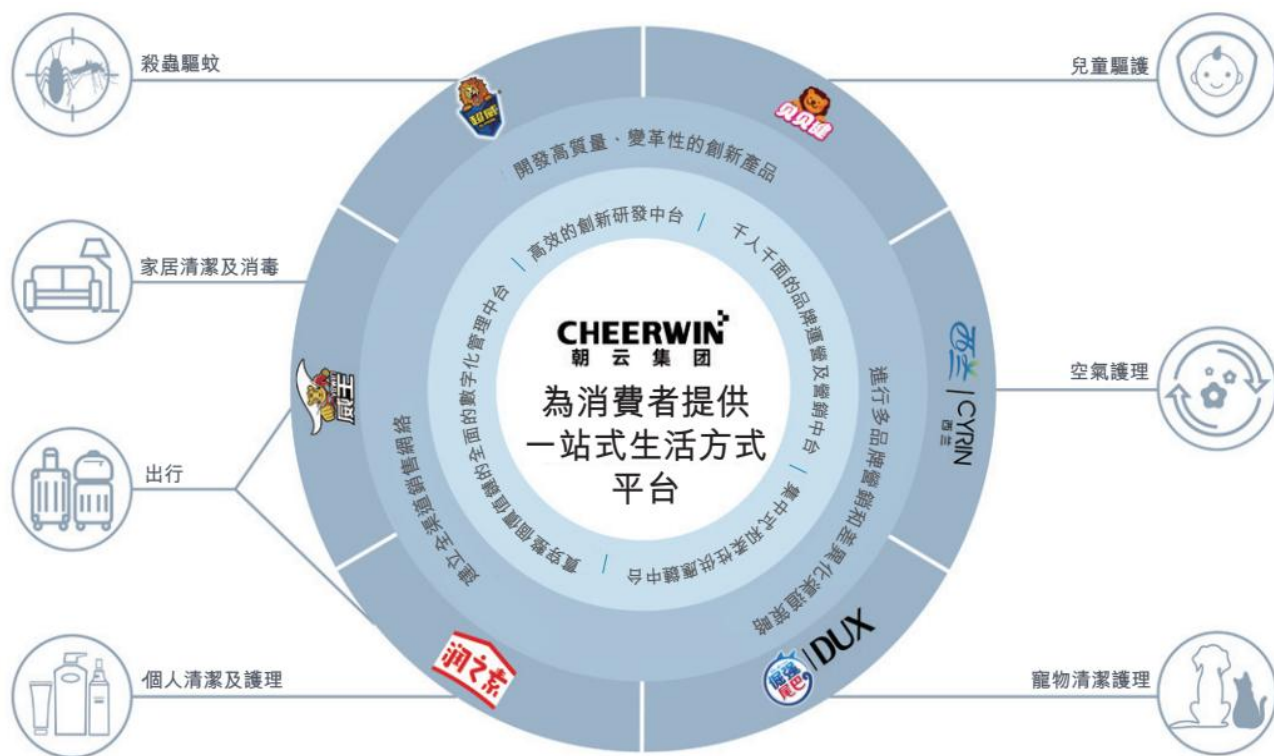
三、坚持多品牌多品类战略，构建全渠道销售网络，产品矩阵持续完善

3.1 布局多品牌多品类，家居业务先发优势显著，宠护业务未来可期

公司战略性聚焦家居护理、个人护理、宠物护理三大品类，打造八大核心品牌，品牌孵化能力优秀。朝云集团作为国内领先的一站式多品类家居护理、宠物护理及个人护理平台，公司始终采用布局多品类、多品牌的发展战略，通过差异化品牌定位以满足消费者多元化的护理消费需求。目前公司旗下拥有“超威”、“贝贝健”、“威王”、“倔强尾巴”、“倔强嘴巴”、“DUX 德是”、“西兰”、“润之素”等八大知名品牌，在杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、个人护理等多个领域建立起了较好的知名度。

与同业的竞争对手相比，公司表现出了较强品牌孵化能力，主要得益于以下两点：一方面，公司建立了高效的品牌孵化和运营平台，通过数据赋能为不同品牌的团队提供数据共享和运营支持，有助于帮助品牌把握市场定位并提升运营效率；另一方面，公司的管理团队具有跨平台、跨渠道、多领域的丰富的行业从业经验，团队成员在行业内的从业时间平均超过 15 年，涉及化妆品、日化、母婴产品、宠物、电商等多个领域，为公司在不同细分领域持续孵化新品牌提供了较好的支撑。

图 35：朝云集团战略性聚焦三大品类，为消费者提供一站式生活方式平台



资料来源：招股说明书，招商证券

表 4：朝云集团旗下主要品牌情况

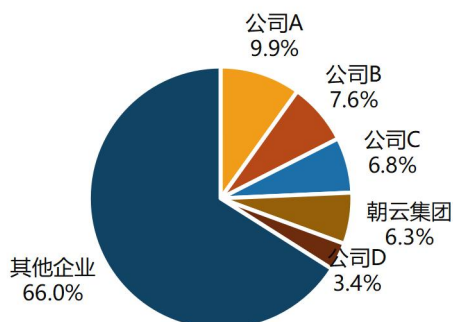
品牌	推出年限	定位	主要产品
西兰	1995 年	空气护理专家，为消费者提供一站式空气护理解决方案	空气护理产品，如西兰空气清新喷剂系列、西兰除甲醛系列、西兰去味香珠等
超威	2002 年	杀虫驱蚊领导品牌，为消费者提供健康安全的驱蚊杀虫解决方案	杀虫驱蚊产品，如超威盘香、超威电热蚊香液、超威电热蚊香片、超威防蚊网等
贝贝健	2010 年	植物安全配方，健康除菌，宝妈安心之选	杀虫驱蚊产品，如贝贝健电热蚊香液及贝贝健电热蚊香片、贝贝健防蚊网、贝贝健驱蚊啫喱等

威王	2011 年	除垢更除菌,全方位家居除菌清洁专家	家居清洁除菌产品,如威王厨房清洁剂系列、威王洁厕净系列、威王洗衣机槽清洁剂系列等
润之素	2019 年	为大众消费者提供简约自然全家适用的品质呵护	个人护理产品,如润之素护手霜、润之素 SOD 蜜、润之素洗手液等
倔犟尾巴	2019 年	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	宠物护理产品,如倔犟的尾巴除菌喷雾、倔犟的尾巴宠物除臭抑菌洁牙凝胶、倔犟的尾巴混合猫砂等
DUX	2020 年	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	宠物护理产品,如德是海洋系列犬用香波、德是宠物清洁除味香波、德是海洋系列猫用香波等
倔犟嘴巴	2021 年	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、医药保健等多项领域的深入研究	宠物主粮、零售、保健品产品,如倔犟嘴巴宠物全价猫粮、倔犟嘴巴宠物零售猫条、倔犟嘴巴宠物营养补充剂等

资料来源:公司公告、招商证券

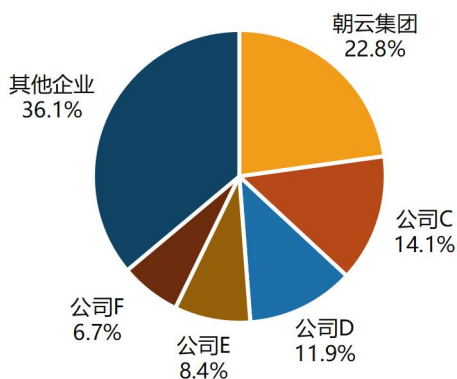
公司在家居护理行业深耕多年,具有较高的市占率,先发优势显著。公司在家居护理行业中涉及 3 大品类、28 个细分品类及 4 个品牌,与其他前五大的中国家居护理公司相比,公司拥有最多细分品类数量,且各大品牌长期保持着较高的市占率。按零售额对比,2019 年公司在家居护理行业本土公司中以 6.8% 的市占率位列第三、并以 22.8% 的市占率于杀虫驱蚊市场保持第一。公司各大细分品牌也在行业中处于领先地位,先发优势显著,在 2015 年-2021 年间,超威在中国杀虫驱蚊市场连续七年市场份额第一,2019-2021 年贝贝健在中国儿童适用杀虫驱蚊市场的份额排名第一,2019 年的市场份额达到 41.4%; 2019-2021 年间,威王在中国家居清洁市场中份额排名第二。

图 36: 2019 年中国家居护理市场竞争格局



资料来源:灼识咨询,招商证券

图 37: 2019 年中国杀虫驱蚊市场竞争格局



资料来源:灼识咨询,招商证券

图 38: 2019 年中国家居清洁市场竞争格局

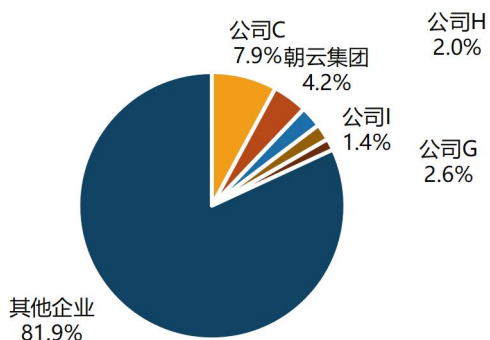
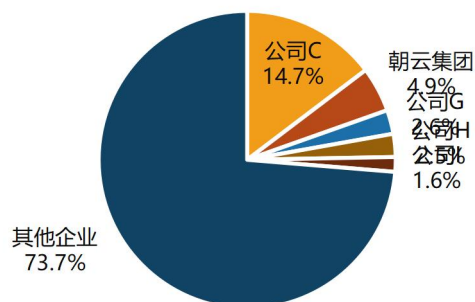


图 39: 2019 年中国空气护理市场竞争格局



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

资料来源: 灼识咨询, 招商证券

个人护理业务重点布局花露水、洗手液、香皂三大品类，产品矩阵日益丰富。公司于 2019 年正式推出“润之素”品牌进入中国个人护理市场，旗下产品涉及花露水、香皂、洗手液等三大品类，品牌上市当年就获得了消费者的一致好评，在 2019 年中国花露水市场零售额排名中，润之素在花露水行业以 5270 万元的销售额排名前三，占全花露水行业市场规模的 2.2%。2021 年由于后疫情时代顾客个人卫生意识日益提升下，消费者对杀菌消毒及抗菌产品的需求增加，公司选择加速产品矩阵丰富产品品类，持续推出润之素排浊皂、净肤舒缓三联皂等功能皂以持续拓宽产品矩阵。

图 40: 2019 年中国花露水市场竞争格局

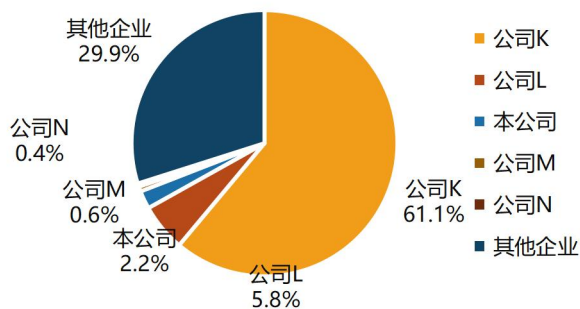


图 41: 公司个护产品重点布局花露水、洗手液、香皂三大品类



资料来源: 灼识咨询, 招商证券

资料来源: 公司官网, 招商证券

近年来公司于宠物护理细分赛道持续孵化新品牌，业务发展迅速。公司自 2017 年起布局宠物护理行业，依托于朝云集团先前创立的供应链以及研发优势，2019 年公司通过自创的专业宠物品牌“倔强尾巴”推出宠物护理产品，致力于为消费者提供宠物养护一站式解决方案，上市仅 4 个月，即获得天猫宠物香水除味剂类目排名第一，斩获 2020 年天猫金妆奖最具潜力宠物新锐品牌；2020 年公司创立专业宠物护理品牌“DUX”，并创新推出首款专利除臭植物猫砂；2021 年公司中高端宠物食品品牌“倔强嘴巴”进军宠物主粮业务，顺利完成于宠物食品及宠物用品的业务布局。得益于公司的新品牌持续孵化，公司宠物业务增长迅猛，2021 年公司宠物业务实现营业收入 0.53 亿元，同比增长 138.9%。

图 42: 2020 年公司孵化专业宠物清洁品牌“DUX”



资料来源: 公司官网, 招商证券

图 43: 2021 年公司孵化中高端宠物食品品牌“倔强嘴巴”



资料来源: 公司官网, 招商证券

外延并购加速进军宠物药品以及保健品业务, 进一步加强宠物赛道竞争力。2022 年 4 月 25 日, 朝云集团收购在“专精特新”企业中博绿亚 30% 的股份, 成为中博绿亚的第二大股东。中博绿亚是国内领先的专注于宠物保健药及保健品领域的高新技术企业, 旗下拥有专业宠物健康品牌“小宠”以及高端宠物医院专线品牌“安力达”, 在国内宠物行业拥有全渠道布局能力, 线下宠物门店和宠物医院网点超 1000 家, 医师团队每年为近 2000 万用户提供养宠咨询服务。目前公司已与中博绿亚, 在从宠物保健品、宠物药品等领域进行广泛深度合作, 使得公司的产品线由食品、用品进一步拓展至宠物药品及保健品领域, 加速落实多品牌多品类战略, 使得公司宠物业务竞争力进一步加强, 并且有助于公司宠物业务板块的线下渠道推广, 未来宠物板块有望成为公司的新增长曲线。

图 44: 朝云集团战略性收购中博绿亚, 旗下拥有专业宠物健康品牌“小宠”



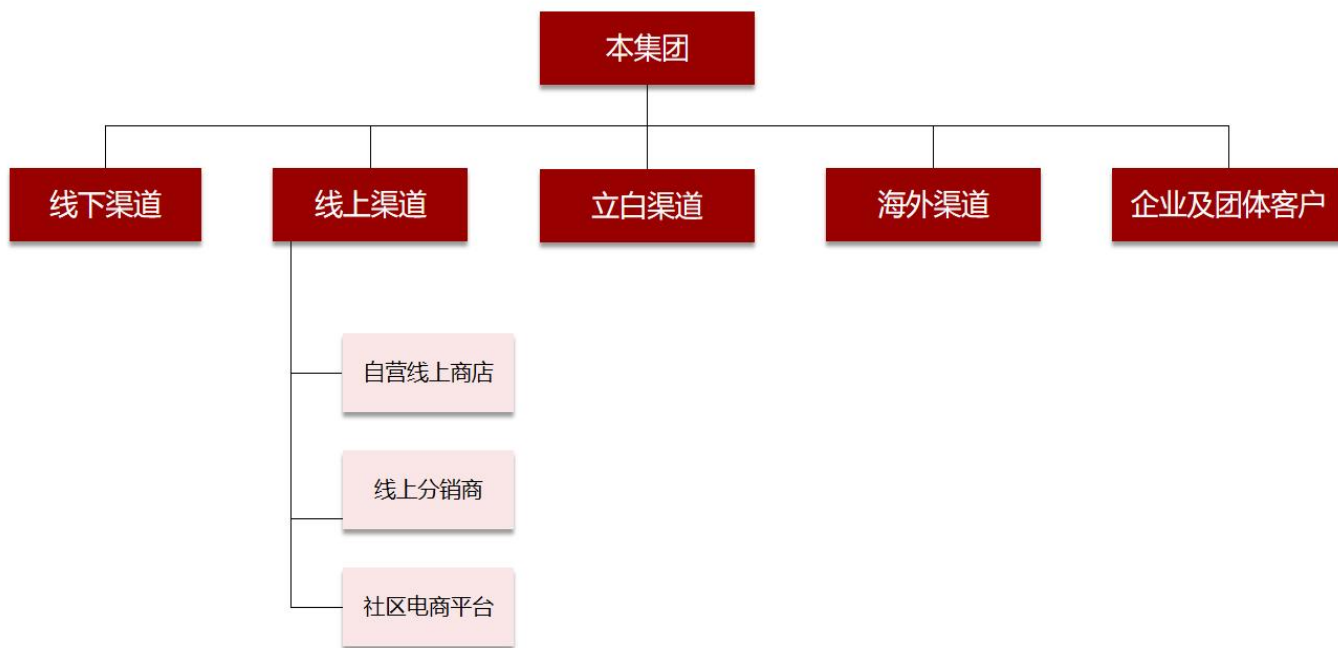
资料来源: 公司官网, 招商证券

3.2 打造多渠道全国性销售网络，坚持线上线下全渠道战略，品牌力持续提升

构建多渠道的全国性销售网络，线下分销渠道优势突出。在销售渠道方面，公司打造了由线下分销商、线上渠道、立白渠道、海外渠道、企业及客户团体构成的强大的多渠道销售网络体系。

- **线下渠道：**公司通过与立白集团合作共享超过 120 万个分销网点，目前公司旗下的产品大概是覆盖了近 70 万个线下销售点，未来线下分销网点仍有广阔的拓展空间。2021 年公司在全国拥有超过 1149 家的线下分销商，公司的线下分销渠道自上而下覆盖全国所有省份、地级市以及大部分县级城市，是公司在渠道方面的竞争优势之一。公司大力采用本地分销商使得公司的产品可以在线下端更好的触及当地客户，线下分销商中 75%以上均为当地个体分销商，平均单个个体分销商拥有 500-550 个销售点，大多数线下分销商保持了 2-4 年以上的合作关系。2021 年公司线下渠道营业收入占比近六成，是公司最为主要的销售渠道。
- **线上渠道：**具体包含线上分销商、自营线上商店、社区电商平台三大模式。公司在天猫、拼多多、京东、唯品会等主要电商平台建立了 26 个自营的线上商店，搭建了第三方线上经销商网络，并于 2021 年提前布局社区电商平台渠道进行线上销售。2021 年公司线上渠道实现营业收入 4.27 亿元，同比增长 45%，是近年来公司增速最快的渠道。
- **立白渠道：**公司与国内洗涤领域领导品牌立白集团积极开展合作，通过立白面向全国 49 名大客户开展零售业务，包括区域性的大卖场、超市、百货商店及便利店等。
- **海外渠道：**采用分销商模式向海外市场出口，覆盖海外 24 多个国家和地区，其中包含菲律宾以及港澳市场。
- **企业及团体客户渠道：**截至 2020 年 Q3 公司共有 229 名企业及团体客户，包含酒店、航空公司、药店等多种企业。

图 45：朝云集团构建多渠道的全国性销售网络



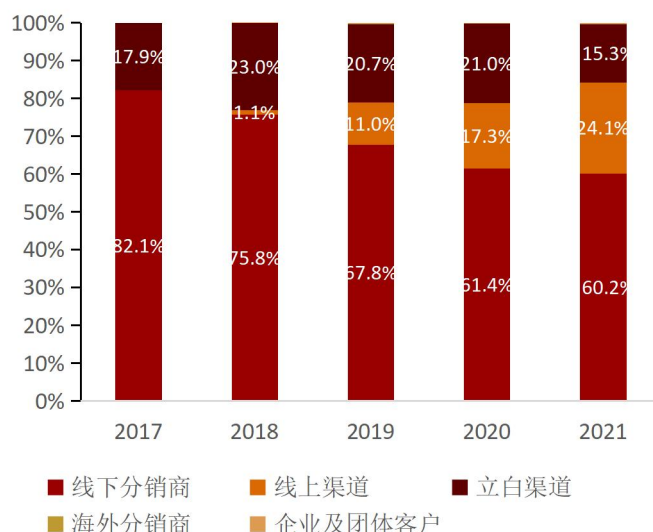
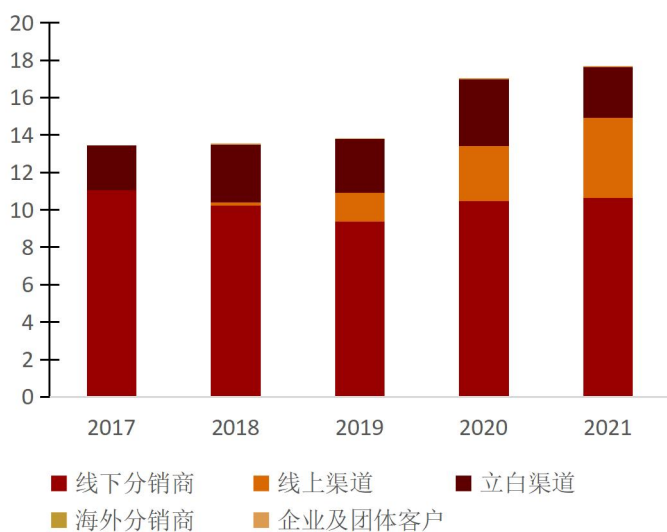
资料来源：公司官网，招商证券

坚持线上线下全渠道战略，线下渠道占比最高，线上渠道增速最快。从收入构成上看，线下渠道、线上渠道、立白渠道是公司销售网络的三大渠道，2021 年公司通过线下/线上/立白渠道分别实现营业收入 10.64/4.27/2.70 亿元，同比变动+1.75%/+44.97%/-24.49%，分别占总营业收入的 60.2%/24.1%/15.3%。近年来公司线上渠道保持了较为高速增长趋势，2018-2021 年间年复合增长率高达 202.9%，2021 年超过立白渠道成为公司的第二大销售渠道，其中京东、

拼多多等平台的直营门店是线上收入增速的主要来源，细分来看 2021 年公司线上渠道中自营电商平台/线上分销商分别实现营业收入 2.6 亿元/1.3 亿元，分别同比增长 41.1%/17.0%。

图 46: 2021 年公司分渠道销售情况 (单位: 亿元)

图 47: 2021 年公司分渠道销售占比

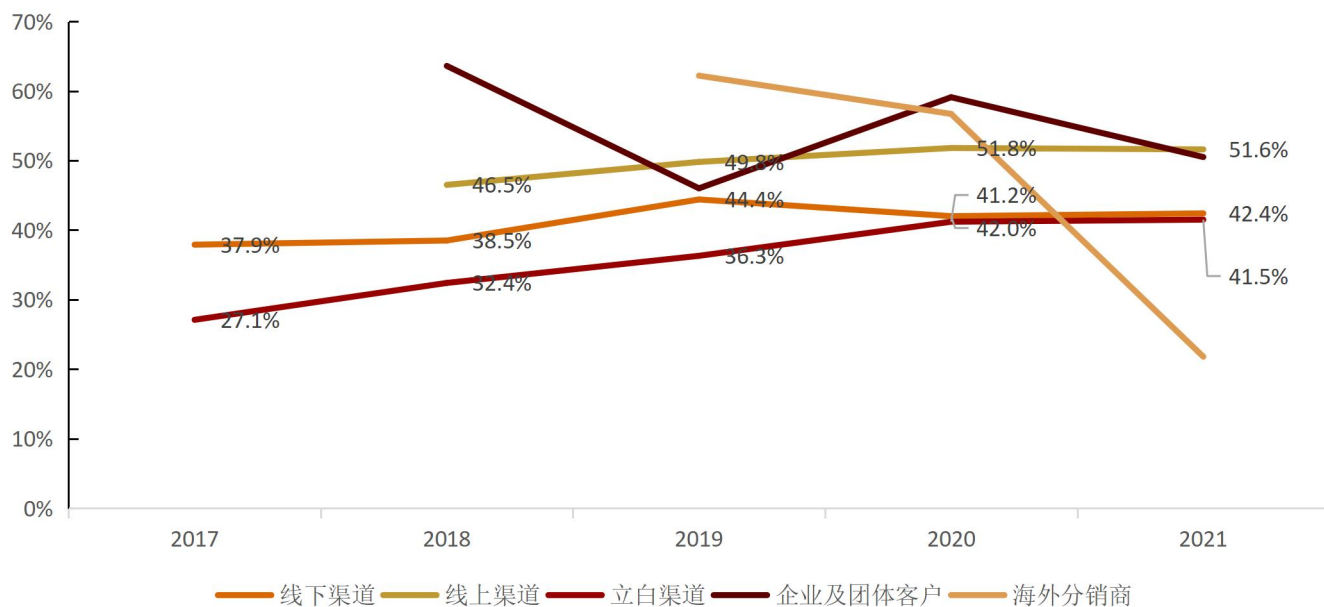


资料来源: 公司公告, 招商证券

资料来源: 公司公告, 招商证券

线下渠道与立白渠道毛利率保持稳定, 规模效应下线上渠道毛利率持续优化。2021 年公司线下渠道/线上渠道/立白渠道毛利率分别为 42.4%/51.6%/41.5%, 分别同比变动+0.4%/-0.2%/0.3%, 线下渠道与立白渠道毛利率较为稳定, 线上渠道毛利率水平最高, 未来随着线上渠道占比持续增长, 以及宠物护理产品新品持续推出, 在规模效应的推动下, 公司线上渠道毛利率有望实现持续优化。

图 48: 朝云集团分渠道毛利率情况



资料来源: 公司公告, 招商证券

3.3 构建内外联动的研发平台，数字化提高产品研发能力，产品矩阵持续完善

构建内外联动的研发平台，通过数字化需求提高团队研发能力。由于日化产品具有高速消费品的特征，为了应对不断变化的消费者市场以及多样化的需求偏好，公司投入了大量的时间与资金打造了高效的研发体系。为了提升产品研发能力，公司构建了4个功能实验室，并且配备了最高级的分析以及测试设备，依靠数据驱动的深度消费者洞察来持续挖掘消费者需求。截止2020年底，公司拥有会员数量超过600万人，其中80%以上的线上会员年龄为20-40岁之间，并根据精确的用户画像建立了超过300条用户标签。

图 49：朝云集团战略发展的八个重点，公司提出结合自有及外部研发资源推动产品研发的方针



资料来源：公司公告，招商证券

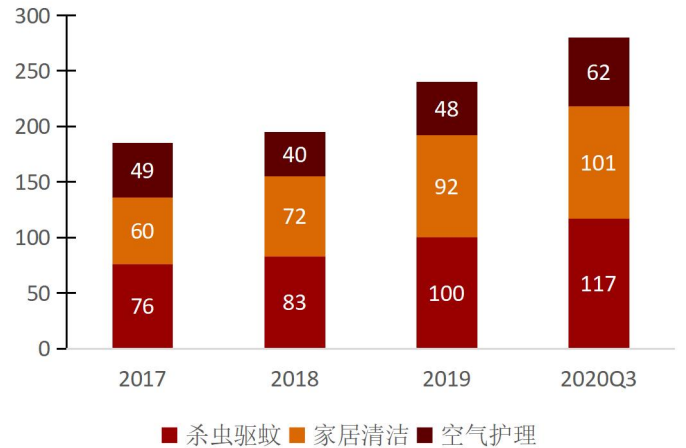
持续推出热门产品，公司产品矩阵逐渐完善，宠物护理产品将是公司产品拓新的重点。近年来公司围绕消费者的生活需求持续进行产品的迭代与更新，不断丰富公司的产品种类。公司于2017-2019年间及2020年Q1-Q3持续推出了12/25/20/73款新产品，截至2020年9月30日，公司拥有产品种类总计376款，其中家居护理/个人护理/宠物护理产品分别为280款/58款/36款，预计2021与2022年间公司还将持续推出新品62款，其中宠物护理产品将是公司近期产品拓新的重点，未来公司的产品矩阵将会进一步完善。

图 50: 公司各类产品 sku 情况 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 招商证券

图 51: 公司家居护理产品细分 sku 情况 (单位: 个)



资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 朝云集团近年来 SKU 持续增长, 品牌矩阵逐渐完善

产品种类数量 (单位: 个)	2017	2018	2019	2020Q3
家居护理	185	195	240	280
杀虫驱蚊	76	83	100	117
家居清洁	60	72	92	101
空气护理	49	40	48	62
个人护理	0	0	55	58
宠物护理	1	4	22	38
合计	186	199	317	376

资料来源: 公司公告, 招商证券

四、盈利预测及投资建议: 首次覆盖给予“强烈推荐”评级

家居护理业务: 近年来公司家居护理业务较为发展稳健, 考虑到目前公司在家居护理行业具有较强的先发优势以及领先的龙头地位, 我们认为未来几年内公司家居护理业务营收有望保持稳步增长趋势。预计 2022 年-2024 年公司家居护理业务将实现营业收入 16.5/19.7/23.2 亿元, 同比增长 2.6%/19.4%/18.1%。

个人护理业务: 公司于 2019 年进入个人护理市场, 重点布局花露水、洗手液、香皂三大品类, 通过持续推出新品拓展产品矩阵, 有望实现加速成长, 预计 2022-2024 年公司个人护理业务将实现营业收入 1.1/1.3/1.7 亿元, 同比增长 5.0%/25.0%/30.0%。毛利率方面, 考虑到公司新品的持续推出通常有望推动毛利率的持续优化, 我们假设未来 2022-2024 年间公司个人护理业务毛利率分别为 48.6%/49.0%/49.5%。

宠物护理业务: 宠物护理业务是公司近年来发展的重点板块, 公司自 2019 年起开始布局宠物护理业务, 产品线逐渐拓展的同时, 公司持续孵化倔强嘴巴等新品牌, 有望在短期内打造新的增长曲线。预计 2022-2024 年公司宠物护理业务将实现营业收入 0.9/2.1/4.2 亿元, 同比增长 80.0%/120%/100%。毛利率方面, 由于公司近期战略上选择计划持续推出新的宠物护理产品, 营销费用或将有所增长, 加上渠道方面公司宠物护理板块线下渠道占比较去年有所提升, 我们假设 2022-2024 年间公司宠物护理业务毛利率为 57.5%/57.0%/56.7%。

表 6: 朝云集团盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入合计 (亿元)	17.0	17.7	18.6	23.2	29.2
YoY	23.0%	3.9%	5.0%	24.7%	26.1%
综合毛利率	22.9%	44.5%	44.7%	45.5%	46.5%
家居护理 (亿元)	15.6	16.1	16.5	19.7	23.2
YoY	20.0%	3.1%	2.6%	19.4%	18.1%
毛利率	44.4%	43.9%	43.7%	44.1%	44.5%
个人护理 (亿元)	1.1	1.0	1.1	1.3	1.7
YoY	51.7%	-7.0%	5.0%	25.0%	30.0%
毛利率	33.9%	48.1%	48.6%	49.0%	49.5%
宠物护理 (亿元)	0.2	0.5	0.9	2.1	4.2
YoY	1166.7%	138.9%	80.0%	120.0%	100.0%
毛利率	54.4%	58.1%	57.5%	57.0%	56.7%

资料来源: 招商证券预测

综上, 我们预计公司 2022-2024 年将实现营业收入 18.6/23.2/29.2 亿元, 同比增长 5.0%/24.7%/26.1%, 预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 1.2/1.5/1.9 亿元, 同比增长 29.8%/25.1%/25.4%。

投资建议: 朝云集团是国内领先的一站式多品类家居护理、宠物护理及个人护理平台。公司坚持多品牌多品类布局, 具有优秀的品牌孵化能力, 并在家居护理与个人护理行业深耕多年, 先发优势显著; 宠物护理业务发展迅速, 未来有望成为公司利润的新增长点。渠道方面, 公司打造了由线下分销商、线上渠道、立白渠道、海外渠道、企业及客户团体构成的全国性多渠道销售网络体系, 线下渠道优势突出, 线上渠道长期保持高增速, 品牌影响力持续提高; 此外, 公司构建内外联动的研发平台, 数字化提高产品研发能力, 产品矩阵持续完善。随着公司持续在家居护理行业夯实龙头地位, 并积极布局个人护理、宠物护理两大赛道, 我们认为公司有望迎来高速成长期, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示:

- **新冠疫情反复:** 国内疫情反复对整体经济环境以及消费者消费需求有所冲击, 短期内或将影响公司线下业务开展以及利润释放。
- **行业竞争加剧:** 日化产品同质化较高, 同业竞争加剧或将影响公司盈利能力。
- **原材料价格大幅波动:** 公司产品原材料主要包含化学品及包装材料, 原材料价格大幅波动将会影响公司产品利润率, 从而对经营业绩产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1398	3104	3098	3272	3520
现金及等价物	885	2558	2531	2600	2711
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	110	110	110	110
应收账款及票据	16	6	6	8	10
其它应收款	126	89	93	117	147
存货	360	340	356	438	542
其他流动资产	12	0	0	0	0
非流动资产	210	319	426	515	589
长期投资	0	67	67	67	67
固定资产	153	173	280	369	443
无形资产	15	22	22	22	22
其他	42	57	57	57	57
资产总计	1608	3423	3524	3787	4109
流动负债	1353	678	709	866	1068
应付账款	221	216	226	278	344
应交税金	49	19	19	19	19
短期借款	300	0	0	0	0
其他	782	443	464	570	705
长期负债	5	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	9	9	9	9
负债合计	1358	687	718	876	1077
股本	0	0	0	0	0
储备	(15)	248	2734	2827	2940
少数股东权益	3	2	(0)	(2)	(5)
归母所有者权益	248	2734	2827	2940	3083
负债及权益合计	1608	3423	3545	3814	4155

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	383	(192)	230	230	290
净利润	224	92	120	150	188
折旧与摊销	15	31	43	61	76
运营资本变动	86	(235)	10	51	65
其他非现金调整	58	(80)	(19)	(20)	(20)
投资活动现金	(19)	(200)	(132)	(132)	(132)
资本性支出	(1)	0	(150)	(150)	(150)
出售固资的现金	0	0	0	0	0
投资增减	2537	3549	0	0	0
其它	(17)	(23)	18	18	18
筹资活动现金流	10	2083	(27)	(36)	(45)
债务增减	308	(305)	0	0	0
股本增减	30	2464	0	0	0
股利支付	221	59	27	36	45
其它筹资	(106)	(17)	0	0	0
其它调整	(443)	(117)	(53)	(72)	(90)
现金净增加额	374	1673	(27)	58	111

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总营业收入	1704	1770	1859	2318	2923
主营业务收入	1702	1769	1858	2317	2921
营业成本	960	982	1028	1262	1562
毛利	743	787	830	1055	1360
营业支出	458	705	724	911	1166
营业利润	286	83	106	146	195
利息支出	3	2	0	0	0
利息收入	5	20	20	21	21
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性	1	(13)	(2)	(3)	(4)
非经常项目损益	5	32	32	32	32
除税前利润	293	120	156	195	245
所得税	60	30	38	48	60
少数股东损益	9	(1)	(2)	(2)	(3)
归属普通股股东净	224	92	120	150	188
EPS (元)	0.17	0.07	0.09	0.11	0.14

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	23%	4%	5%	25%	26%
营业利润	40%	-71%	28%	37%	34%
净利润	21%	-59%	30%	25%	25%
获利能力					
毛利率	43.6%	44.5%	44.6%	45.5%	46.5%
净利率	13.1%	5.2%	6.4%	6.4%	6.4%
ROE	90.4%	3.4%	4.2%	5.1%	6.1%
ROIC	42.0%	2.5%	3.3%	4.2%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	84.4%	20.1%	20.3%	23.0%	26.1%
净负债比率	18.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	4.6	4.4	3.8	3.3
速动比率	0.8	4.1	3.9	3.3	2.8
营运能力					
资产周转率	1.1	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.6	2.8	2.9	3.2	3.2
应收帐款周转率	12.0	14.9	19.1	20.7	20.8
应付帐款周转率	4.9	4.5	4.6	5.0	5.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.17	0.07	0.09	0.11	0.14
每股经营现金	0.29	-0.14	0.17	0.17	0.22
每股净资产	0.19	2.05	2.12	2.21	2.31
每股股利	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
估值比率					
PE	12.2	29.7	22.9	18.3	14.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，善于前瞻性地从行业发展趋势发现投资机会，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售等，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理，研究方向为轻工新消费。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。