

朝云集团 (06601)

证券研究报告

2021年07月24日

朝阳东升云程万里，多品牌多品类布局造就日化新星

多品牌多品类一站式家居&个人&宠物护理平台，背靠立白稳定保障。朝云集团是国内家居护理领军企业，目前拥有4个家居护理品牌（超威、贝贝健、西兰、威王），1个人护理品牌（润之素）和2个宠物护理品牌（倔强的尾巴、德是）。15-19年按零售额计，公司在中国家居护理行业排名第四（本土企业排名第三），2019年市占率为6.3%，其中杀虫驱蚊市场市占率连续五年第一。公司前身为立白集团创始人陈凯旋和陈凯臣先生创立的安福超威，目前陈氏家族持股74.25%，提供强大股东支持。

管理层具备多领域专业背景及资源整合能力，多品类运营和持续创新的底层基因带领公司稳步前行。管理团队汇聚了家清、化妆品、母婴、宠物、电商等各行精英，首席执行官陈丹霞女士在消费品行业有超过14年经验，曾担任朝云集团旗下附属公司、立白、凯晟、新高姿董事职务。公司拥有成熟的品牌孵化体系和千人千面的营销体系，成功孵化了贝贝健、威王、润之素、倔强的尾巴等多个细分行业领先品牌，在本地日化企业中拥有最多的子品牌和子品类数量，2021Q1-Q3新产品收入贡献高达17%。

深度下沉的全国性销售网络，线上线下全渠道覆盖。公司销售渠道深入1-5线城市，拥有1200余家线下独家分销商，覆盖约62万个分销商网点以及约1.1万个零售网点。线上业务快速发展，覆盖26家自营线上商店，2020年收入贡献占比提升至17%。产品覆盖24个海外国家和地区，立白集团收入贡献占比稳定在20%左右。

未来业绩驱动：

家居&个人护理方兴未艾，中高端产品带动单价提升。根据灼识咨询的预测数据，2024年家居/个人护理市场规模预计分别为694/7014亿元，家居清洁/空气护理品类增速较快，19-24年预计CAGR分别为11.8%/7.8%，杀虫驱蚊产品电子化升级趋势明显。公司洞察行业前沿，新品孵化速度加快，产品升级迭代下，多产品组合&单价提升有望增厚利润。

进军宠物赛道，多品牌多品类发展想象空间可观。根据灼识咨询的预测数据，宠物护理市场2024年规模将增长至156亿，19-24年CAGR为17.8%。目前公司已推出“倔强的尾巴”和“德是”两大宠物护理品牌，淘宝显示“倔强的嘴巴”猫粮21Q2已经上线，有望借力电商渠道快速占领市场。随着我国养宠渗透率的持续提升以及猫粮市场的逐步高端化，倔强系列产品成长空间值得期待。

底层基础设施强大，曾被多次验证的优秀管理团队实力，支撑新业务加速发展。公司拥有内外联动的创新研发体系和全面的数字化能力，内部拥有多品牌运营能力和持续创新的底层基因，外部拥有强大的股东支持，研发/生产/销售多维度协同效应明显，公司再孵化新品类新品牌胜率较大。

投资建议：预计21-23年归母净利润分别为2.88/3.57/4.64亿元，同比增长28.5%/24.3%/29.9%。考虑到公司内部成熟的品牌孵化体系和高效联动的创新研发体系，以及全渠道覆盖深度下沉的全国性销售网络优势，给予21年50倍PE，对应市值144亿人民币，目标股价13.0港元/股（按1人民币=1.2港元汇率换算），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：新品推广失败风险，关联方风险，品牌声誉风险，跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险

投资评级

行业 非必需性消费/支援服务

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 6.88 港元

目标价格 13.0 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,333.33
港股总市值(百万港元)	9,173.33
每股净资产(港元)	0.22
资产负债率(%)	84.42
一年内最高/最低(港元)	9.36/5.83

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 中国领先的一站式多品类家居&个人&宠物护理品牌商.....	5
1.1. 杀蚊驱虫细分赛道龙头，个人护理&宠物护理多个子品类建立领导地位.....	5
1.2. 家族企业股权较为集中，管理层专业背景丰富.....	5
1.3. 多样化产品组合，经调整净利率稳步提升.....	7
1.4. 49%员工负责供应链，募资 29 亿港元加速业务发展.....	9
2. 消费升级&健康意识提升，中国家居/个护/宠物护理市场潜力可观.....	10
2.1. 低线城市释放消费潜力，渠道流量多元化下本土品牌日益崛起.....	10
2.1.1. 家居护理：场景细分满足多元需求，中高端产品带动单价提升.....	10
2.1.2. 个护&宠物护理：后疫情时代个护需求持续饱满，宠物护理消费蓄势待发.....	13
2.1.3. 线上发力驱动渠道转型，低线渗透加速市场扩围.....	15
2.2. 复盘宝洁发展历程，多品牌多品类打造日化帝国.....	16
2.2.1. 四阶段演绎日化龙头蝶变，五大业务板块深入布局日化细分赛道.....	16
2.2.2. 多品牌矩阵打造差异化布局，创新基因根植内研外联不断提效.....	19
3. 数据驱动深度消费者洞察，强大中台支持成熟品牌孵化体系.....	23
3.1. 蚊虫消杀品牌深入人心，高效创新孵化多品牌迅速拓展产品矩阵.....	23
3.1.1. 家居护理产品爆款连连，品牌深入人心.....	25
3.1.2. 个人护理产品矩阵丰富，新品零售额连创纪录.....	30
3.1.3. 宠物护理产品营收大幅增长，借力电商快速斩获市场.....	31
3.2. 多维度全渠道覆盖的全国性销售网络，背靠立白稳定保障.....	33
3.2.1. 多层次触达消费者，三线及以下城市销售点达 51 万个.....	35
3.2.2. 多领域触达消费者，线上渠道驱动未来业务快速发展.....	35
4. 盈利预测与投资建议.....	36
5. 风险提示.....	37

图表目录

图 1：朝云集团发展史.....	5
图 2：发行上市后股权结构.....	6
图 3：2020 年营收同增 23%（单位：亿元）.....	7
图 4：20 年家居护理产品收入占比 91.7%.....	7
图 5：2020 年毛利润同增 24%（单位：亿元）.....	7
图 6：2017-2020 年按业务划分毛利率明细.....	7
图 7：2017-2020 年费用率.....	8
图 8：存货和应收账款周转天数.....	8
图 9：2020 年经调整净利率提升至 15.4%.....	8
图 10：2017-2020 年经营性净现金流变化.....	8
图 11：公司生产线和产能（千件）.....	9
图 12：公司产量（千件）和产能利用率情况.....	9

图 13: 截至 20 年 Q3 员工结构占比	10
图 14: 募集资金用途	10
图 15: 我国家居护理行业的市场规模及增速	10
图 16: 家居护理各类产品占比情况	10
图 17: 2019 年全球主要市场家居护理及织物护理的零售额占比	11
图 18: 2015-2024E 家居清洁市场规模及增速	11
图 19: 家居清洁各产品市场规模增速	11
图 20: 2015-2024E 空气清洁市场规模及增速	12
图 21: 空气清洁各产品市场规模增速	12
图 22: 2015-2024E 杀虫驱蚊市场规模及增速	12
图 23: 杀虫驱蚊各产品市场规模增速	12
图 24: 个护分产品市场规模 (单位: 亿元)	13
图 25: 2015-2024E 宠物护理市场规模	14
图 26: 2015-2024E 宠物美容市场规模	14
图 27: 不同渠道家居护理产品销售额占比	15
图 28: 不同渠道家居护理零售额复合增速对比	15
图 29: 不同线城市家居护理产品销售额占比	15
图 30: 2019 年各家居护理产品在不同线城市渗透率	15
图 31: 2019 年家居护理行业集中度	16
图 32: 2019 年家居清洁用品行业集中度	16
图 33: 2019 年杀虫驱蚊用品行业集中度	16
图 34: 2019 年空气清洁用品行业集中度	16
图 35: 2010-2020 年宝洁分业务营收占比	17
图 36: 初创期 (1837-1890 年) 发展历程概览	17
图 37: 成长期 (1891-1980 年) 发展历程概览	18
图 38: 多赛道国际化拓展期 (1981-2001 年) 发展历程概览	18
图 39: 蜕变重生期 (2002 年至今) 发展历程概览	19
图 40: 宝洁联发创新流程	21
图 41: 宝洁新品上市流程	21
图 42: 宝洁组织架构	22
图 43: 宝洁 2000-2020 年营业收入变化	22
图 44: 宝洁股价表现复盘	22
图 45: 朝云集团产品及品牌布局	23
图 46: 家居护理产品收入 (亿) 及增速	25
图 47: 家居护理产品 2020 年毛利率 44.4%	25
图 48: 杀虫驱蚊产品贡献家居护理业务收入的 64%	25
图 49: 杀虫驱蚊产品的营业收入及其增速 (亿元)	26
图 50: 2020 年杀虫驱蚊产品毛利率 39.2%	26
图 51: 家居清洁品牌 “威王”	27
图 52: 家居清洁产品的营业收入及其增速 (亿元)	28
图 53: 2020 年家居清洁产品毛利率 53.2%	28

图 54: 空气护理产品的营业收入及其增速 (亿元)	29
图 55: 2020 年空气护理产品毛利率 56.0%	29
图 56: 个人护理品牌“润之素”旗下产品	30
图 57: 个人护理产品收入及其增速 (亿)	31
图 58: 个人护理产品毛利率 (%)	31
图 59: 宠物护理品牌“倔强的尾巴”和“德是”	32
图 60: 宠物护理产品收入及其增速 (万)	33
图 61: 宠物清洁护理产品毛利率 (%)	33
图 62: 朝云集团的销售网络架构	33
图 63: 分渠道销售收入 (亿)	34
图 64: 分渠道销售占比 (%)	34
图 65: 分渠道毛利率水平	34
图 66: 线下渠道营收 (亿) 及增速	35
图 67: 线下经销商数量 (家)	35
图 68: 线上渠道营收 (亿) 及增速	36
图 69: 线上渠道分模式收入 (亿元)	36
表 1: 2015-2020 年细分市场排名 (以零售额计)	5
表 2: 管理层背景介绍	6
表 3: 朝云集团生产基地	9
表 4: 驱蚊产品发展历程	13
表 5: 宝洁业务板块及品牌矩阵	16
表 6: 宝洁中国和美国地区部分品牌列表	19
表 7: 朝云集团旗下品牌介绍	24
表 8: 公司近年推出的新产品	24
表 9: 朝云集团主要杀虫驱蚊产品	26
表 10: 朝云集团主要家居清洁产品	27
表 11: 朝云集团主要空气护理产品	29
表 12: 朝云集团主要个人护理产品	30
表 13: 朝云集团主要宠物护理产品	32
表 14: 线上自营店成就	36
表 15: 盈利预测	36
表 16: 同行公司可比 PE	37

1. 中国领先的一站式多品类家居&个人&宠物护理品牌商

1.1. 杀蚊驱虫细分赛道龙头，个人护理&宠物护理多个子品类建立领导地位

中国家居护理领军企业，孵化多个自有品牌。朝云集团前身为立白集团创始人陈凯旋和陈凯臣先生创立的安福超威（2006年成立，陈凯旋和陈凯臣各持股65%和35%），拥有番禺和安福两个生产基地，2018年重组后成立朝云集团，次年开拓海外业务。15-19年按零售额计，公司在中国家居护理行业排名第四（本土企业排名第三），2019年市占率为6.3%，其中杀虫驱蚊市场市占率连续五年第一。销售渠道深入中国1-5线城市，截止20年底，线下渠道覆盖约62万个分销商网点以及约1.1万个零售网点；线上业务快速发展，覆盖26家自营线上商店，产品覆盖24个海外国家和地区。

多品类产品组合，七个核心品牌聚焦特定消费需求。目前朝云拥有四个家居护理品牌，两个宠物护理品牌和一个个人护理品牌。其中，“超威”是杀虫驱蚊市场领导品牌，“贝贝健”是儿童驱蚊子品牌；“西兰”是空气护理产品先驱，“威王”是家居清洁消毒产品；“倔强的尾巴”、“德是”依托立白集团的供应链优势，致力于为消费者提供专业安全的宠物产品；“润之素”旗下拥有花露水、护手霜、香皂、SOD系列产品。

图 1：朝云集团发展史



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

表 1：2015-2020 年细分市场排名（以零售额计）

年份	细分市场	市场排名
2015-2018	杀虫驱蚊	国内市场第一
2019	杀虫驱蚊	国内市场第一，份额为 22.8%
2019	儿童适用杀虫驱蚊	国内市场第一，份额为 41.4%
2019	家居清洁及空气护理	国内市场第二
2019	个人护理	花露水类别国内市场排名第三
2020	宠物护理	2019 年进入，宠物除臭剂类别 2020 年国内市场排名第五

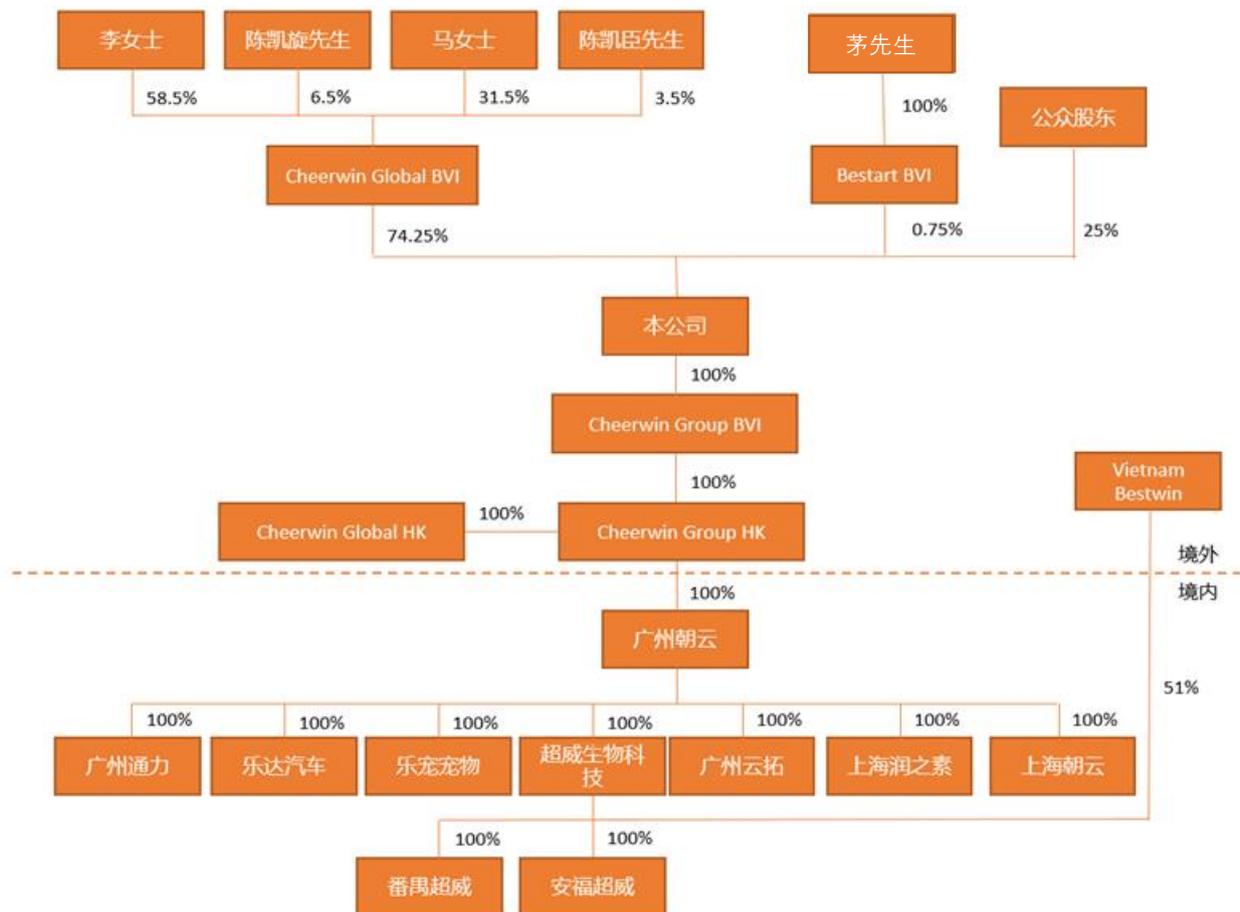
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 家族企业股权较为集中，管理层专业背景丰富

家族企业股权较为集中，陈氏家族持股 74.25%。首次向公众发行 25% 的股份，陈氏家族持股 74.25%，pre-ipo 投资人茅先生持股 0.75%。其中，陈凯旋和陈凯臣先生是兄弟关系，李女士、马女士分别是陈凯旋、陈凯臣先生的配偶。陈氏家族四人已订立一致行动安排，行使投票权时一致行动。朝云集团与同样是陈氏家族持股的立白集团合作紧密，在销售渠道、

外包生产、基础服务方面展开互利互惠的合作。公司有十家主要附属公司，其中广州朝云为朝云集团旗下的独家平台。

图 2：发行上市后股权结构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

管理层行业背景丰富，具有多品牌运营能力、企业家精神以及整合能力，为业务开展提供有效支持。朝云管理团队拥有跨平台跨渠道多领域的丰富行业经验，涵盖化妆品、日化、母婴、宠物及电商，行业内的经验平均超过 15 年，在本公司工作平均超过 10 年，成功孵化了多个行业的领导品牌。

其中，董事会主席兼首席执行官陈丹霞女士拥有悉尼大学市场营销与战略管理专业硕士学位，在消费品行业有超过 14 年经验，主要负责监督整体管理及业务运营，并制定集团策略及运营计划。副总裁谢如松先生从事快速消费品行业超过 30 年，拥有包括销售及供应链管理多方面经验，主要负责供应链的整体管理。首席财务官钟霄易先生在消费品行业中拥有逾 17 年经验，主要负责集团财务和资讯科技的整体管理。

表 2：管理层背景介绍

姓名	职务	简介
陈丹霞	董事、董事长兼首席执行官	悉尼大学市场营销与战略管理专业荣誉商学硕士学位，浙江省湖畔善契公益基金会的副理事长，曾担任朝云集团旗下附属公司、立白、凯晟、新高姿董事职务，陈氏家族旗下多个公司非执行董事职务
谢如松	副总裁	曾任上海多特纸品有限公司生产经理，江苏同大有限公司销售经理，上海庄臣有限公司销售经理，超威科技生物董事兼总经理
钟霄易	首席财务官	中山大学会计硕士，持有国际注册内部审计师资格，曾任朝云集团主要经营附属公司其他职位、立白税务及资本部门副总监

王冬	首席运营官、品牌管理中心总经理	汉轻工大学（前称武汉工业学院）包装工程及工商管理双学士学位，曾任蜂群传媒总经理、广州立白品牌管理中心副总经理兼媒介传播部总监
高吉祥	营销管理中心总经理	中国四川大学国际政治学士学位，曾任上海新高姿化妆品有限公司销售渠道拓展部总监、广州立白华东大区零售总监
杨钰	经营管理中心总经理	湖南工商大学（前称湖南商学院）会计学学士学位，曾任广州立白经营管理部总监
丁嘉佳	电商运营中心总经理	浙江工商大学动画专业学士学位，曾任阿里巴巴集团控股有限公司行业专家
石训勤	投融资中心总经理	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，曾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、广州展泽投资管理有限公司总经理、广州立白金融及资本运营中心副总经理
梁洪文	宠物事业部总经理	北京工程管理学院的经济学与管理学学士学位，曾任北京新迪尔连锁超市采购、内蒙古伊利实业集团股份有限公司北京分公司重点客户部市场主管、三鹿集团股份有限公司市场部产品群经理、河北乡谣食品有限公司营销中心副总、北京三元食品股份有限公司华东事业部市场部总监、烟台中宠食品股份有限公司副总经理

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 多样化产品组合，经调整净利率稳步提升

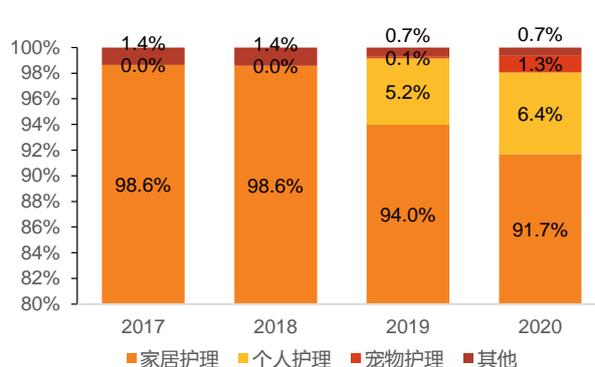
家居护理为支柱产品，疫情催化下个人护理快速增长。受益于产品组合丰富化、线上渠道拓展，以及疫情期间消杀产品需求丰富化，2020年朝云集团实现营收17.0亿，同增23.0%。分类别看，2020年家居护理、个人护理分别实现营收15.6亿/1.08亿，同比增长20%/52%，营收贡献占比91.7%/6.4%；宠物护理产品于2019年下半年正式推出，2020年实现营收2204万，低基数下增速可观。

图 3：2020 年营收同增 23%（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：20 年家居护理产品收入占比 91.7%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

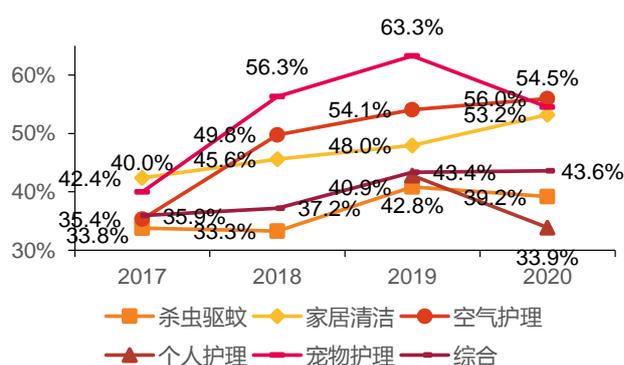
多品牌策略&多样化产品组合，及时把握市场需求变化。17至20年，公司分别实现毛利润4.8/5.0/6.0/7.4亿，同增3.8%/19.5%/23.9%；实现毛利率35.9%/37.2%/43.4%/43.6%，17至20年毛利率稳步提升7.7pct。分产品来看，2020年，杀虫驱蚊和个人护理产品毛利率同比下降，主要由于疫情期间原材料暂时性短缺及采购价格上涨；家居清洁和空气护理产品毛利率增加，主要由于产品结构优化和线上销售占比提升。

图 5：2020 年毛利润同增 24%（单位：亿元）

图 6：2017-2020 年按业务划分毛利率明细



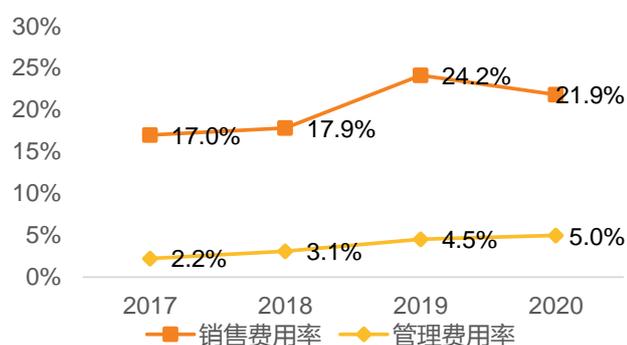
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用率管控良好。2020 年销售费用率 21.9%，同比下降 2.3pct，主要系营销推广费较同期略有削减；管理费用率小幅上行至 5.0%，主要是由于业务增长行政人员数量增加导致工资薪金有所增加。应收款项管控良好，存货周转天数有所降低。

图 7：2017-2020 年费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：存货和应收账款周转天数



资料来源：公司公告，天风证券研究所

经调整净利率稳中有升，经营性净现金流波动较大。2017-2020 年归母净利润分别为 1.70/1.77/1.85/2.24 亿元，同比增长 4.0%/4.6%/20.9%，归母净利率分别为 12.6%/13.1%/13.4%/13.1%。剔除一次性慈善捐款和上市开支的影响，2017-2020 年经调整净利润分别为 1.70/1.88/1.98/2.62 亿元，同比增长 10.7%/4.9%/32.4%，经调整净利率分别为 12.6%/14.0%/14.3%/15.4%。2018 年经营性净现金流为 -1.14 亿元，主要受应付关联方款项减少影响。2019 年朝云资产负债率达 73%，主要是由于重组后资本储备下降。2020 年经营性净现金流为 3.83 亿，主要受客户预付款的季节性影响、应收应付款项导致的营运资金变动所致。

图 9：2020 年经调整净利率提升至 15.4%

图 10：2017-2020 年经营性净现金流变化



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

1.4. 49%员工负责供应链, 募资 29 亿港元加速业务发展

疫情背景下产能利用率回升, 20Q3 产能利用率达 73.13%。朝云在国内拥有两个生产基地: 番禺基地和安福基地。截至 20Q3, 安福基地拥有盘香、电热蚊香液、电热蚊香片、固体空气清新剂、洁厕剂共 14 条生产线; 番禺基地拥有家居清洁产品、电热蚊香液、电热蚊香片共 6 条生产线。2019 年生产流程转变为“按订单生产”模式, 总体产能利用率略有下降。随着销量上升, 20Q1-Q3 季度产能利用率有所提升。

灵活的外包安排。朝云集团拥有 40 家第三方制造商协助生产, 其中 32 家是独立第三方, 8 家是立白集团附属公司及上海新高姿。安排 ODM 及 OEM 生产有助于公司资源集中在主要产品分部和提供灵活性, 更快地调整产品组合, 提高成本效益。17-19 年及 2019、2020 年的前 9 个月, OEM 及 ODM 成本分别占销售成本的 68.8%/70.2%/67.5%/67.5%及 64.2%。

表 3: 朝云集团生产基地

基地名称	地点	所生产的主要产品	成立/收购年份	概约建筑面积(平方米)
番禺基地	广州市番禺区	杀虫驱蚊及家居清洁产品	2011 年	12,263
安福基地	江西省安福县	杀虫驱蚊、家居清洁、空气清新	2006 年	55,209

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 11: 公司生产线和产能 (千件)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 12: 公司产量 (千件) 和产能利用率情况



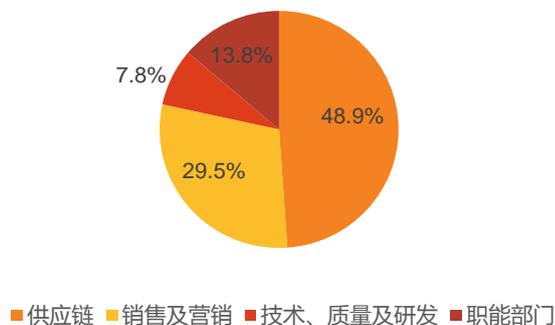
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

截止 20 年底, 朝云共有 823 名员工。按截至 20Q3 的岗位结构来看, 负责供应链的员工占多数, 占比为 48.9%; 其次为销售及营销, 占比为 29.5%; 职能部门 (人力、行政、财务、

信息技术及管理员工等) 占比 13.8%; 技术、质量和研发部门(研发、质量控制及设备技术员工等) 占比 7.8%。公司设有朝云学院, 着重员工内部培训及提升技术技能。

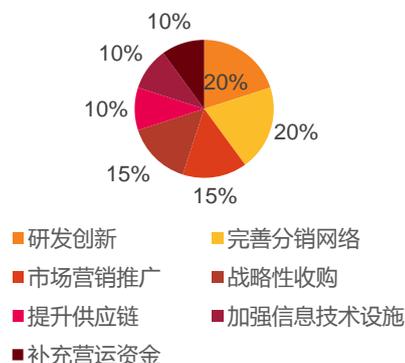
上市募资净额约 26.64 亿港元。其中, 20%用于研发创新, 包括研发升级产品、拓品牌拓品类、深化宠物和个人护理行业布局、招募研发人才等; 20%用于完善销售分销网络; 15%用于市场营销和品牌推广; 15%用于上下游业务的战略性收购; 10%用于提升供应链能力; 10%用于加强信息技术基础设施; 10%用于补充营运资金。

图 13: 截至 20 年 Q3 员工结构占比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 14: 募集资金用途



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

2. 消费升级&健康意识提升, 中国家居/个护/宠物护理市场潜力可观

2.1. 低线城市释放消费潜力, 渠道流量多元化下本土品牌日益崛起

2.1.1. 家居护理: 场景细分满足多元需求, 中高端产品带动单价提升

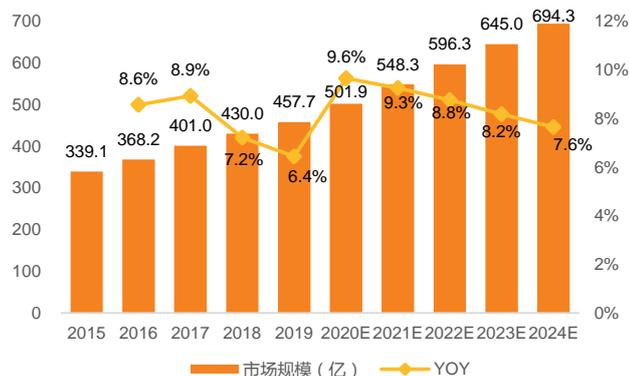
2024 年家居护理市场规模预计约 700 亿人民币, 高个位数增速, 疫情促使行业迎来新机遇, 对标欧美增长潜能大。家居护理产品包括家居清洁、餐具护理、杀虫驱蚊、空气护理, 2019 年市场规模为 458 亿, 15-19 年 CAGR 为 7.8%, 远高于全球 3.6% 的增速; 根据灼识咨询的预测数据, 预计 2024 年市场规模达 694 亿, 19-24 年 CAGR 为 8.7%。

其中, 家居清洁用品市场规模最大且增速最高, 19 年市场规模为 193 亿, 预计将以 11.8% 的 CAGR 增长到 24 年达到 338 亿。餐具护理 19 年市场规模为 152 亿, 预计将以 5.2% 的 CAGR 增长到 24 年达到 196 亿。杀虫驱蚊 19 年市场规模为 84 亿, 预计将以 7.3% 的 CAGR 增长到 24 年达到 120 亿。空气护理 19 年市场规模为 28 亿, 预计将以 8.7% 的 CAGR 增长到 24 年达到 40 亿。

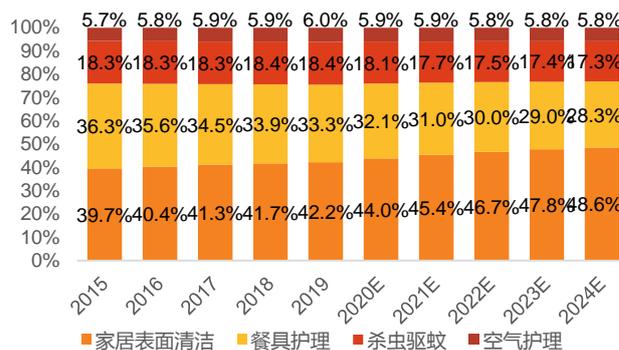
从全球市场来看, 2019 年发达国家家居护理零售额与织物护理市场规模相当; 中国家居护理零售额占日化市场比重近 39%。预计未来市场结构多元细分发展, 家居护理市场增长潜力大。

图 15: 我国家居护理行业的市场规模及增速

图 16: 家居护理各类产品占比情况

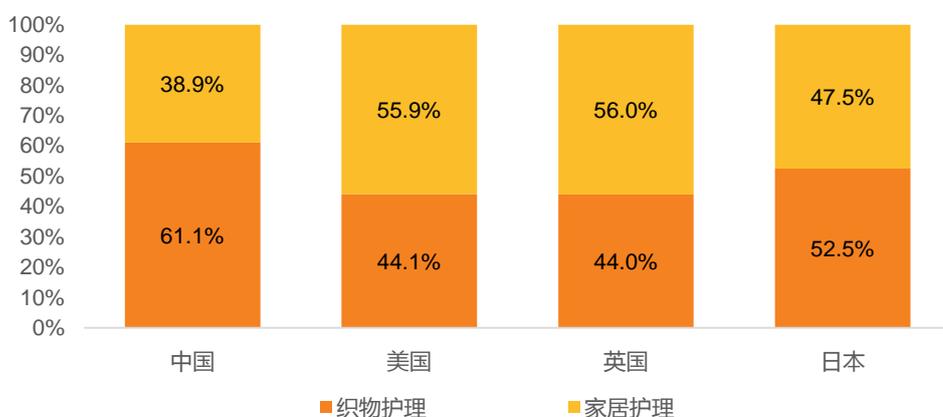


资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 17: 2019 年全球主要市场家居护理及织物护理的零售额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

家居表面清洁&空气清洁产品多场景拓展，消毒及新兴产品增速快。2015-2019 年家居清洁市场 CAGR 为 9.5%，高于全球平均水平 3.4%，根据灼识咨询的预测数据，将以 11.8%复合增长率增长至 2024 年达 338 亿元。其中，消毒产品/新兴产品 2019-2024E 复合增速分别为 18.4%/11.8%，预计消毒产品零售额将由 19 年的 43 亿增长到 24 年的 101 亿。快节奏生活下，清洁产品呈现专业高效、绿色健康的多场景拓展趋势，新兴产品如地板清洁剂、洗衣机槽清洁剂、纱窗清洁剂等将跃升为生活必需品。

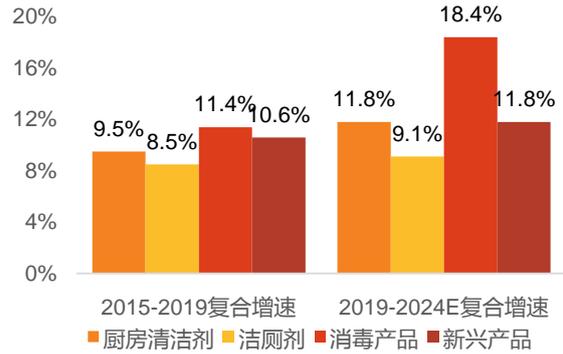
空气清洁市场具有同样的发展趋势，根据灼识咨询的预测数据，2019-2024E 复合增速 7.8%，届时市场规模将由 28 亿到 40 亿。传统喷雾清新剂市场萎缩，新功能除味产品受消费者追捧，新兴产品如固态香薰为增速最快子类（12.8%），预计新兴产品零售额将由 19 年的 10 亿提升到 24 年的 18 亿。

图 18: 2015-2024E 家居清洁市场规模及增速

图 19: 家居清洁各产品市场规模增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



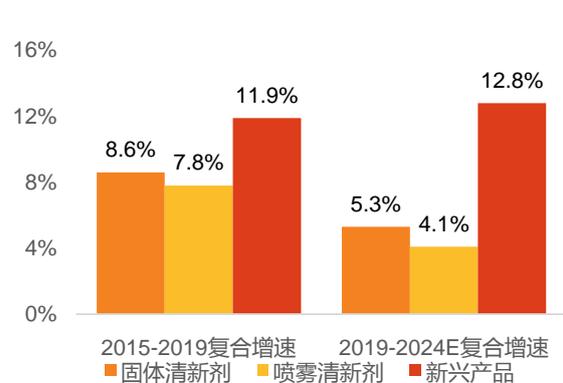
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 20：2015-2024E 空气清洁市场规模及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21：空气清洁各产品市场规模增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

杀虫驱蚊用品电子化发展,产品升级单价驱动扩容。2019年杀虫驱蚊市场规模为84亿元,根据灼识咨询的预测数据,将以7.3%的年均增速增长到24年达120亿元。其中,用于户外出行的新兴可携带驱蚊产品基数小、增速快,预计19-24年复合增速为16.4%;其次是电热蚊香,预计未来五年复合增速为12.5%。

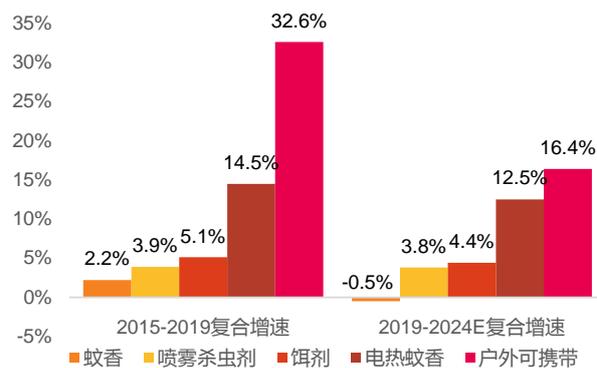
室内驱蚊产品的发展呈现由盘香向电子化蚊香转变,电热蚊香具有无烟、安全、高效低毒的特点,目前已成为消费占比最高的驱蚊产品。2019年新兴形态驱蚊产品(电热蚊香片/液、户外便携驱蚊用品)占比为44%,低于一些发达国家(70%),消费升级下有望加速渗透,全面取代传统蚊香。同时,中高端新兴驱蚊产品较传统产品价格更高,单价提升驱动行业扩容。另外,儿童适用杀虫驱蚊市场规模也在进一步扩展,根据灼识咨询的预测数据,市场规模将由19年的9亿提升到24年的21.7亿,年均复合增长率为19.3%。

图 22：2015-2024E 杀虫驱蚊市场规模及增速

图 23：杀虫驱蚊各产品市场规模增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 4：驱蚊产品发展历程

时间	范围	产品	原理	优点	缺点	价格
1960 年代	室内	盘香	明火点燃热源，在长时间内不断地、均衡地将杀虫药剂（除虫菊酯）释放	驱蚊效果明显	释放烟雾、有异味、不宜连续长时间使用	9.9~12.9 元 (40 盘)
1980 年代	室内	固体电热蚊香	通过电加热产生温度，使药片中的有效成份（除虫菊酯）挥发到空间	无烟、安全卫生、高效低毒	药片挥发较快，需每天更换	10.5~18.0 元 (40 片)
	室外	驱蚊液、驱蚊花露水	添加化学成分避蚊胺（DEET）、驱蚊酯(IR3535)	清洁高效、气味芳香	浓度低持续性有限，浓度过高则有刺激性	10~15.5 元 (100ml)
21 世纪	室内	液体电热蚊香	电加热恒温器，瓶中药液经过多孔质吸液芯棒被吸到棒上端后，受热挥发	安全环保、无烟无灰、清洁高效，不需要频繁更换药剂	不宜连续长时间使用	8.8~16.4 元 (40ml)
	室外	驱蚊贴 驱蚊手环	避蚊胺、驱蚊酯经过工艺处理涂抹在贴纸或手环上	便携、温和安全	持续性有限	19.9~48 元 (30 只)

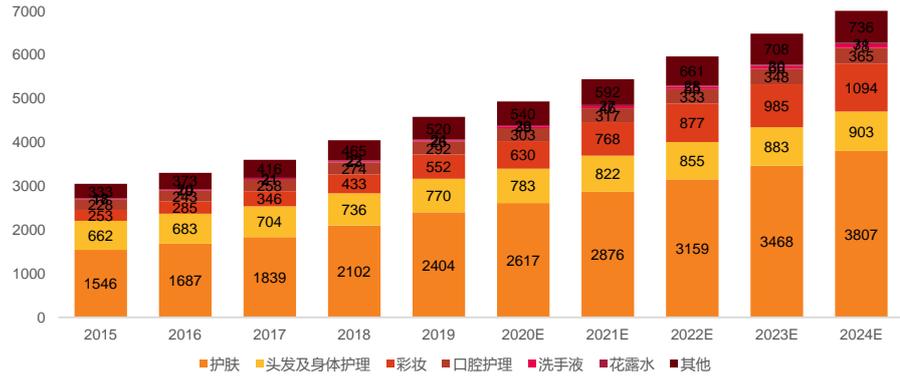
资料来源：《医学动物防制》，京东，天风证券研究所

2.1.2. 个护&宠物护理：后疫情时代个护需求持续饱满，宠物护理消费蓄势待发

后疫情时代，个护市场需求持续饱满。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、防晒等）。2019 年，中国个护市场为 4587 亿，根据灼识咨询的预测数据，预计将以 8.9% 年复合增长率增长至 24 年达到 7014 亿。

细分品类中，洗手液增速最高，2019 洗手液市场规模为 26 亿，预计未来五年以 24.6% 的年增长率增长至 78 亿。广大消费者更加注重个人健康卫生，洗手液使用频率提高，免洗洗手液或将进一步普及。头发及身体护理市场需求持续旺盛，19-24E 预计市场规模从 770 亿增长至 903 亿。花露水细分功能性产品研发驱动市场扩容，19-24E 预计市场规模从 24 亿增长至 31 亿。

图 24：个护分产品市场规模（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

宠物护理新兴市场有望快速成长。宠物护理市场包括宠物清洁剂（香波浴液、耳部/口部清洁）、宠物除味剂（除臭、除菌、香水）和猫砂等产品。2019年，宠物护理市场规模为69亿，根据灼识咨询的预测数据，预计将以17.8%的年复合增长率增长至24年达到156亿。值得关注的是，虽然一线城市带来了最大一部分养宠人群，但是低线城市宠物护理花费增速更为迅猛。预计19-24年一线、二线及低线城市的宠物护理产品零售额的复合增速分别为16.5%、18.4%和20.7%。

宠物护理市场的兴起来源于家养宠物数量的快速增长。2019年城镇猫狗数量为9920万只，根据灼识咨询的预测，将以7%的年复合增长率增长至24年达到1.39亿只。相比英国家庭40%和美国家庭67%的养宠比例，2019年中国家庭养宠占比约21%，具备可观提升空间。

年轻一代成为养宠主力军，下游宠物美容/医疗逐渐走向成熟。2015年养宠人群中30岁及以下年龄段占比为40%，2019年上升至53%。年轻养宠群对于高品质的宠物用品/食品/护理/医疗呈现出更高的购买意愿度，随着宠物经济的快速发展，各类宠物相关服务等新兴市场逐渐出现。2019年宠物美容服务行业市场规模约140亿，根据灼识咨询的预测，将以24.2%的年增长率增长至24年达到400亿。

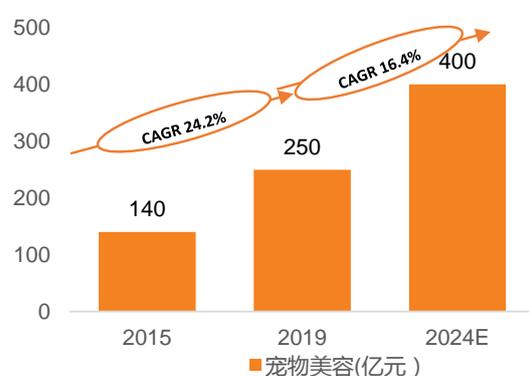
主要销售渠道从宠物店转移至线上，电商零售额占比预计于2024年达到53.5%。2019年，中国宠物护理市场的主要销售渠道为宠物店及宠物医院（占比50%）、电商（占比42%）。受益于电商平台的快速发展，线上销售渠道已成为宠物护理行业增长最快的渠道，根据灼识咨询的预测数据，19-24年线上销售额的年复合增长率为23.7%，届时电商渠道占比将进一步提高至53.5%。

图 25：2015-2024E 宠物护理市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 26：2015-2024E 宠物美容市场规模



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

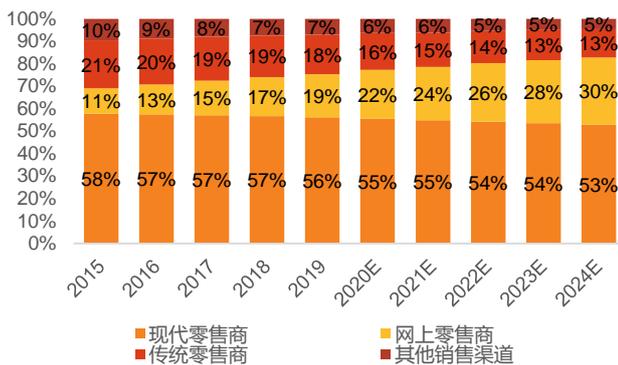
2.1.3. 线上发力驱动渠道转型，低线渗透加速市场扩围

日化行业线上线下三七分，家居护理产品线上线下二八分，线上仍有渗透空间。2019 年日化行业线上零售渗透率为 28.3%，15-19 年 CAGR 为 24.7%；根据灼识咨询的预测数据，预计 24 年日化线上渗透率将达到 38.4%，对应 CAGR 为 15.6%。

其中，家居护理产品 19 年线上渠道占比为 19.2%，与消费电子（45.8%）、家电（44.5%）、服装鞋履（34.3%）、个人护理（30.3%）等消费品相比，仍然处于较低水平。预计 24 年家居护理产品的线上零售额占比为 30%，19-24 年 CAGR 为 18.8%。

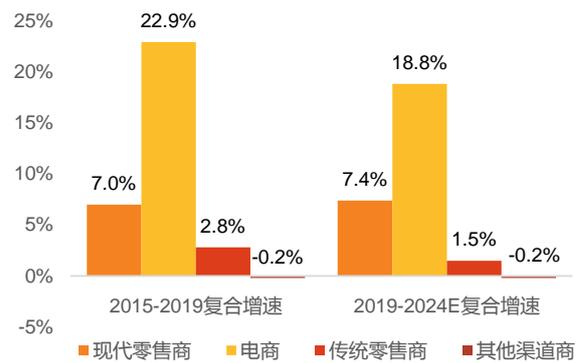
个人护理产品 19 年线上渠道占比为 30.3%，超过现代零售商（21.9%）和 CS（20.8%）。预计 19-24 年线上渠道个护产品零售年均增长率为 14.8%，24 年线上渠道销售占比达 39.5%。

图 27：不同渠道家居护理产品销售额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

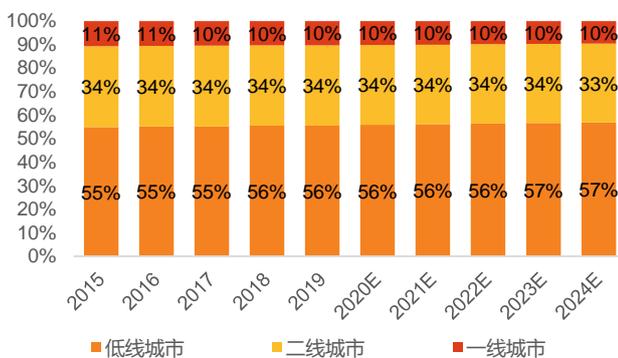
图 28：不同渠道家居护理零售额复合增速对比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

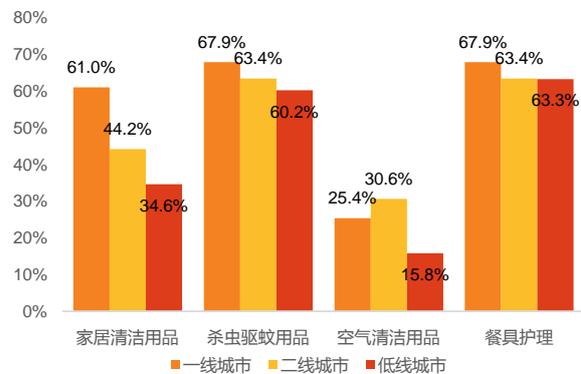
低线城市渗透率低于一二线，增长空间可观。2019 年低线城市家居护理产品销售额占比为 55.6%，2015-2019 年均复合增速 8.1%，超过一二线城市增速水平（分别为 6.8%/7.5%），根据灼识咨询的预测数据，2019-2024 将以 7.1% 的年均复合增速继续增长。然而家居护理产品在低线城市渗透率远低于一二线城市水平，2019 年家居表面清洁、空气清洁用品渗透率 34.6%/15.8%，较一二线城市差距显著。随着我国城镇化水平不断提升，人均可支配收入提高，家居清洁产品将进一步渗透，低线市场作为行业争抢的新增长点，或成为市场扩围的重要推力。

图 29：不同线城市家居护理产品销售额占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 30：2019 年各家居护理产品在不同线城市渗透率

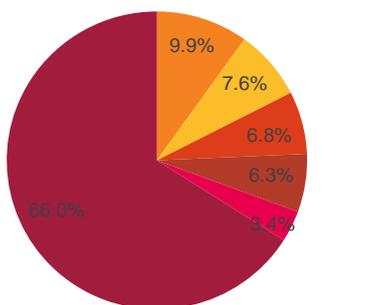


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

家居护理行业 CR5 为 34.0%，行业总体竞争格局分散。2019 年，朝云在家居护理市场市占率排名第四（6.3%），内资企业中排名第三，前几名市占率差别不大，未来朝云有望进一步赶超。细分行业来看，朝云在杀虫驱蚊市场排名第一，市占率为 22.8%；在儿童适用杀虫

驱蚊市场领先程度更高，市占率为 41.4%。朝云在家居清洁和空气护理市场中均排名第二，市占率分别为 4.2%和 4.9%；在花露水市场中排名第三，市占率为 2.2%。

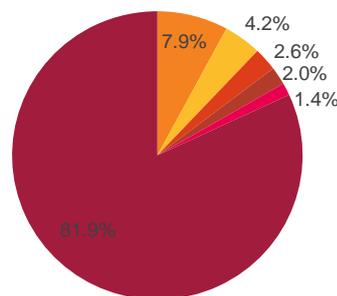
图 31：2019 年家居护理行业集中度



■公司A ■公司B ■公司C ■朝云 ■公司D ■其他

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

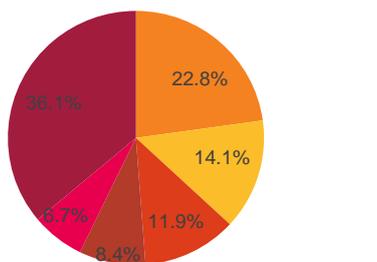
图 32：2019 年家居清洁用品行业集中度



■公司A ■朝云 ■公司E ■公司F ■公司G ■其他

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

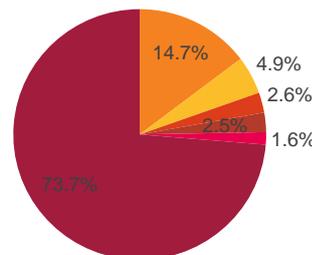
图 33：2019 年杀虫驱蚊用品行业集中度



■朝云 ■公司A ■公司B ■公司C ■公司D ■其他

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 34：2019 年空气清洁用品行业集中度



■公司A ■朝云 ■公司D ■公司H ■公司I ■其他

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.2. 复盘宝洁发展历程，多品牌多品类打造日化帝国

2.2.1. 四阶段演绎日化龙头蝶变，五大业务板块深入布局日化细分赛道

五大业务板块深入布局日化细分赛道。宝洁总部位于美国俄亥俄州辛辛那提，1837 年创立至今，其产品销往 180 多个国家/地区，为全球第一快消品制造品牌商。目前旗下关键品牌 65 个，业务主要分为五大板块：①美容、美发及个人护理(Beauty)：主要包括护发与皮肤护理产品；②梳理(Grooming)：主要包含剃须护理和电器；③保健(Health Care)：包含口腔护理、个人健康护理；④织物及家居护理(Fabric & Home Care)；⑤婴儿、女性及家人护理(Baby, Feminine & Family care)。形成 10 个产品类别，分别是：织物护理、婴儿护理、家居护理、皮肤护理、护发、家人护理、口腔护理、剃须护理、女性护理、个人健康护理。

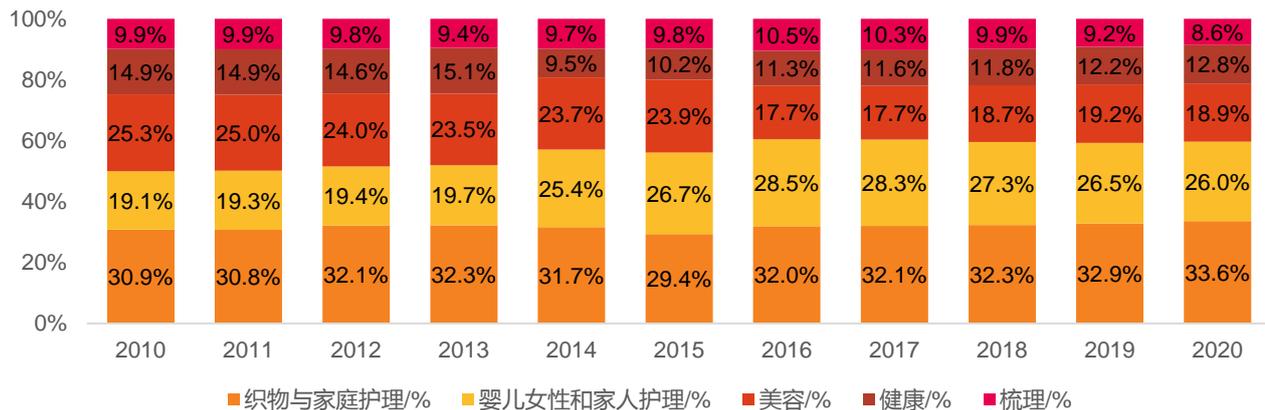
表 5：宝洁业务板块及品牌矩阵

业务板块	产品分类	主要产品	主要品牌
美容、美发及个人护理(Beauty)	护发	护发素、洗发水等	海飞丝、草本精华、潘婷、飘柔
	皮肤护理	止汗除臭剂、个人清洁、皮肤护理等	玉兰油、老香料、舒肤佳、秘密、SK-II
梳理(Grooming)	剃须和电器	刀片和剃刀等	博朗、吉列、维纳斯
保健(Health Care)	口腔护理	牙刷、牙膏等	佳洁士、欧乐 B
	个人健康护理	呼吸道、维生素/矿物质补充剂、止痛药等	美达施、Neurobion、Pepto-Bismol

织物及家居护理 (Fabric & Home Care)	织物护理 家庭护理	洗衣粉、柔顺剂等 空气清新、餐具清洗、表面护理等	碧浪、当妮、Gain、汰渍 卡斯卡特、Dawn、纺必适、Fairy、速易洁、洁碧先生
婴儿、女性及家人护理 (Baby, Feminine & Family care)	婴儿护理 女性护理 家人护理	婴儿湿巾、纸尿裤等 成人失禁、女性护理等 湿巾、卫生纸等	乐芙适、帮宝适 护舒宝、Always Discreet、丹碧丝 Bounty、Charmin、Puffs

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 35：2010-2020 年宝洁分业务营收占比

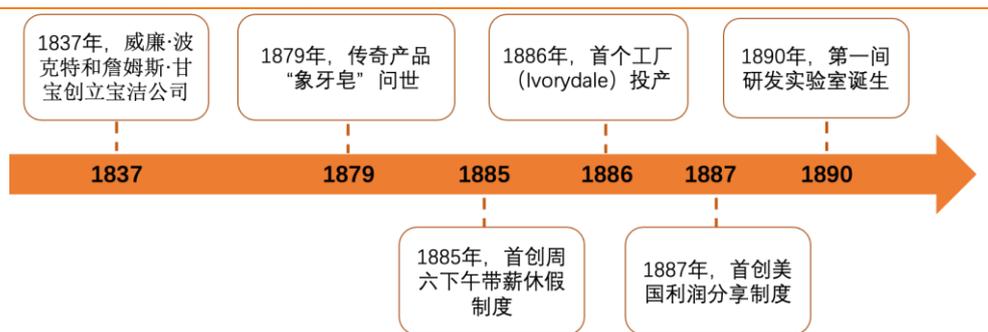


资料来源：公司公告，天风证券研究所

复盘宝洁发展历程，可将其划分为以下四阶段：

- ① **初创期 (1837-1890 年)**：1837 年，宝洁公司以 0.36 万美元创立，主要从事生产、销售肥皂和蜡烛及其相关业务；1850 年，“星月争辉”标志成为其非正式商标；1879 年，饮誉世界的“象牙皂”诞生，作为创新型肥皂条，以洗衣与洗澡两用实用特性、专家背书的品质保证、有奖销售的促销创意三大亮点，成为宝洁的传奇产品。

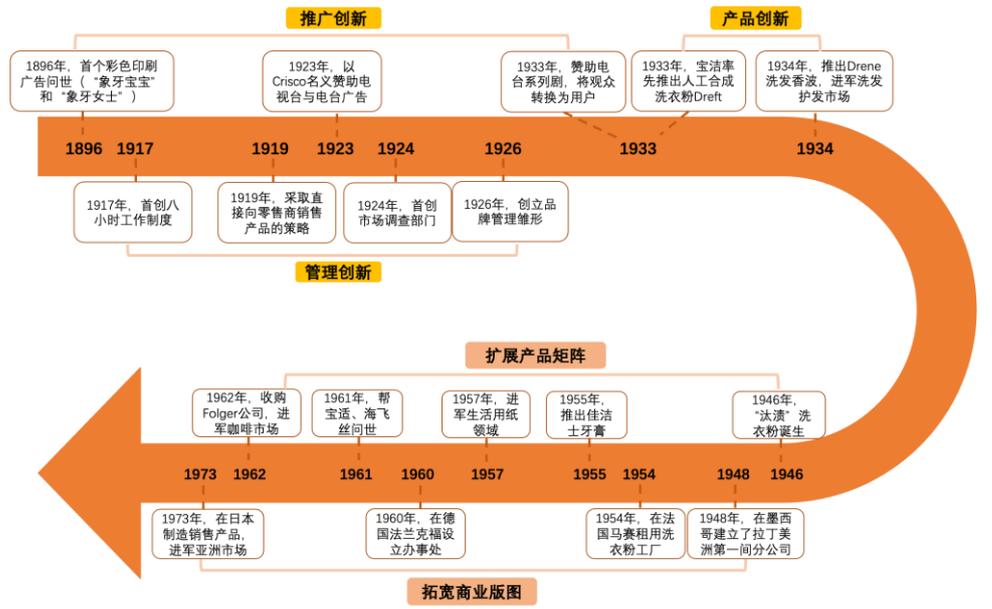
图 36：初创期 (1837-1890 年) 发展历程概览



资料来源：宝洁官网，天风证券研究所

- ② **成长期 (1891-1980 年)**：此阶段宝洁从推广创新、管理创新、产品创新、赛道拓展、商业版图发散五大要点切入，稳步发展，1937 年销售额达 2.3 亿美元。此期间主要涵盖六大领域：①家护-洗衣液领域：以汰渍为代表；②个护-牙膏领域：以佳洁士为代表；③个护-生活用纸领域：以 Charmin 卫生纸为代表；④婴儿护理-纸尿裤领域：以帮宝适为代表；⑤个护-洗发水领域：以海飞丝为代表；⑥食品饮料领域：以 Folgers 咖啡为代表。商业版图横跨美洲、欧洲，并进军亚洲市场。

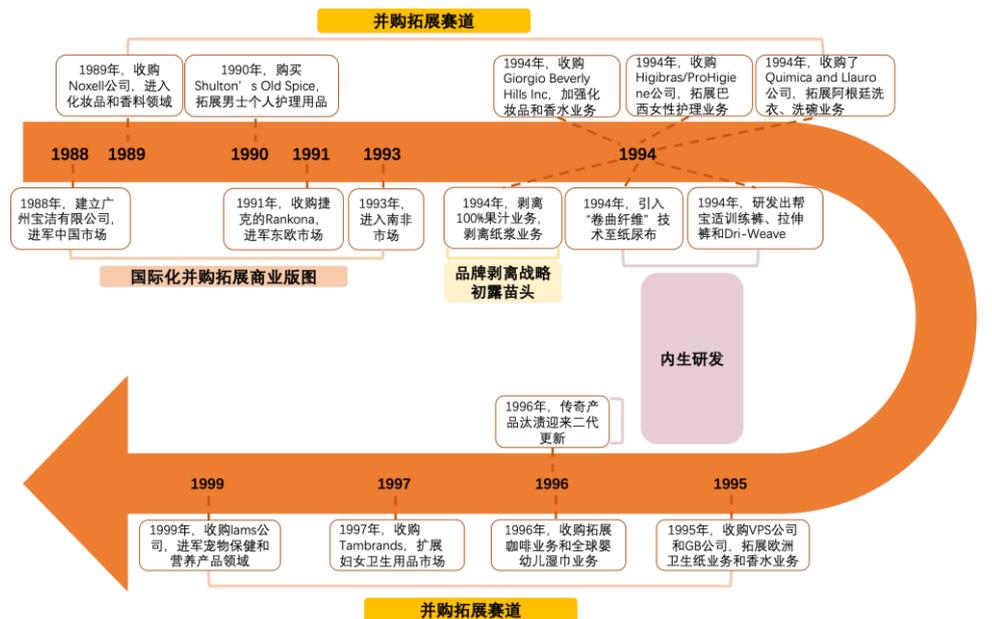
图 37：成长期（1891-1980 年）发展历程概览



资料来源：宝洁官网，天风证券研究所

- ③ **多赛道国际化拓展期（1981-2001 年）**：以并购为主旋律，奏响品牌、赛道、海外市场拓展三部曲。内生上，研发与营销两手抓，加大研发投入强度，采取顺应时代趋势的降价营销策略；外延上，通过密集收购计划填充品牌矩阵，布局全球市场。从 GAAP 净利润来看，多赛道国际化拓展期内，利润率多数维持在个位数，1980 年约为 5.9%，2001 年约为 7.5%。

图 38：多赛道国际化拓展期（1981-2001 年）发展历程概览

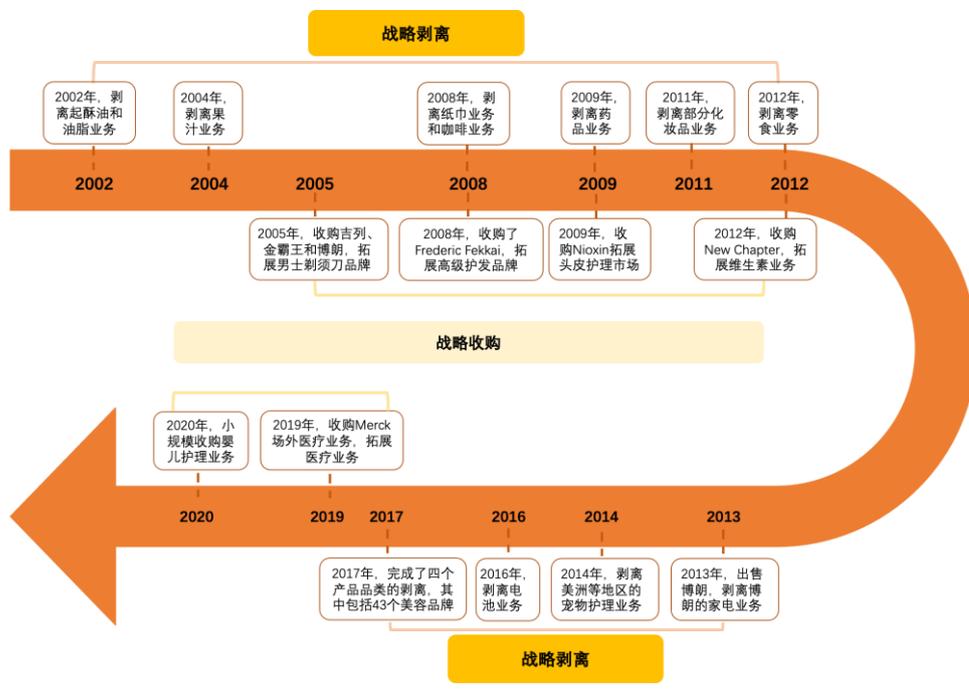


资料来源：宝洁官网，天风证券研究所

- ④ **蜕变重生期（2002 年至今）**：作为快消龙头，宝洁体量庞大，多层次的产品矩阵以及复杂的管理体系导致成本开支居高不下。与此同时，外部竞争环境加剧，宝洁面临着或改革或衰落的选择。宝洁初期试图通过内部重组来降费，但收效甚微。2013 年，雷富礼重任 CEO 进行战略调整，转向品牌剥离战略，主要通过出售非核心业务的品牌。

在剥离品牌的同时也理清赛道，主攻个护与家护领域，降费大获成功。与此同时，宝洁自内革新研发战略，“内研”转“外联”提效。同时大力进军大中华市场，培育海外增长点。从 GAAP 净利润来看，蜕变重生期内，利润率基本都维持在双位数，2002 年约为 10.8%，2020 年约为 18.4%。

图 39：蜕变重生期（2002 年至今）发展历程概览



资料来源：宝洁官网，天风证券研究所

2.2.2. 多品牌矩阵打造差异化布局，创新基因根植内研外联不断提效

宝洁致力多品类多品牌布局，瞄准差异化细分市场的需求，每个品牌都有清晰的痛点定位，抢占消费者心智。以织物护理业务板块为例，在中国市场有汰渍、碧浪、当妮 3 个代表品牌，在美国市场有 Ariel、Bounce、Cheer 等 9 个代表品牌。其中，汰渍主打衣物颜色护理，碧浪主打高效抑菌，当妮主打持久留香；Ariel 专注于出色去污，Bounce 专注于干燥去皱，Cheer 专注于持色，Dreft 专注于婴儿洗护，Gain 专注于高端市场等。根据欧睿数据，2011 至 2020 年宝洁在全球织物护理公司市占率均排名第一，保持在 25% 左右的份额。其中，汰渍、Ariel、当妮 2020 年的品牌市占率分别为 7.9%/7.1%/3.0%。

表 6：宝洁中国和美国地区部分品牌列表

产品划分	宝洁中国区品牌	宝洁美国区品牌
织物护理		

家居护理



风倍清
除菌剂



JOY
洗洁剂



婴儿护理



帮宝适
婴儿纸尿裤



All Good
Baby Diapers



Luvs
Baby Diapers



Pampers
Baby Diapers

女性护理



舒隐
女性护理



丹碧丝
女性护理



护舒宝
女性护理



Always
Feminine Care Pads



Always Discreet
Incontinence Pads



Just
Feminine Care Pads and Tampons



Tampax
Feminine Care Tampons



This Is L
Period & Bladder Care

家人护理



Bounty
Paper Towels



Charmin
Toilet Paper



Puffs
Facial Tissues

护发



Aussie
护发



Hair Recipe
发中食谱



Head & Shoulders
海飞丝



VS
护发



Aussie
Hair Care



Head & Shoulders
Hair Care



Herbal Essences
Hair Care



Herbal Essences
护发



Pantene
潘婷



Rejoice
飘柔



Old Spice
Hair & Skin Care



Pantene
Hair Care

皮肤和个人护理



First Aid Beauty
急救护肤



Olay
玉兰油



Olay
身体护理



Gillette
Razors & Skin Care



Ivory
Mildly Scented Soap



Native
Face & Skin Care



SK-II
护肤



Safeguard
舒肤佳



Olay
Face & Skin Care



Old Spice
Hair & Skin Care



Safeguard
Germ-Protecting Soap



Secret
Deodorant & Body Spray



Snowberry
Face & Skin Care



SK-II
Anti-Aging Face Care



资料来源：宝洁官网，天风证券研究所

创新基因根植，研发模式不断变革。早期宝洁主要是通过自主研发优化创新产品，2000年前后，研发体系面临技术投入率低、商用效率低的情况。根据内部调查，在原有研发体系下，大量研发成果因为缺乏配套战略而闲置。因此，宝洁在研发模式上做出了从“内部研发”到“外部联发”的转变，联合外部研究机构、客户、消费者甚至竞争对手共同开发市场新产品。2000年，宝洁15%的新品产生于外部技术和外部想法；2004年此比例提升到35%；2005年，45%的产品的核心成分包括外部发现想法。

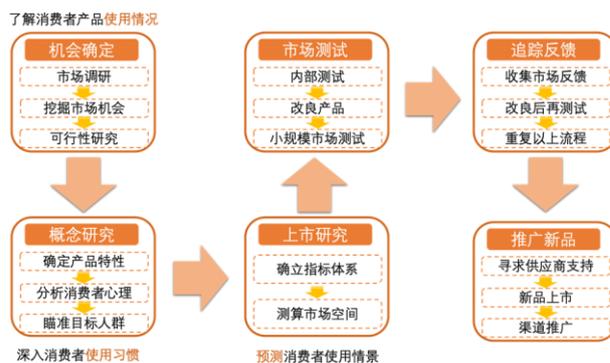
以 Mr. Clean 品牌为例，研发投入过程共经历四个阶段：①发现阶段：2001年，日本研发中心的技术企业家发现巴斯夫吸声泡沫（Basotect）在家居护理中的市场发展前景；②内部评估：2002年，技术企业家将产品描述和评估入库“eureka catalog”，经总部市场调查，市场潜力得到了肯定；③市场开发：2003年，Basotect投入美国市场，设立品牌 Mr. Clean，随后投入欧洲市场，并且与 BASF 公司合作，改良产品；④合作创作：2004年起，宝洁与 BASF 公司合作创造 Mr. Clean Magic Eraser Duo、Mr. Clean Magic Eraser Wheel & Tire 等多种产品，相继投入市场，打造 Mr. Clean 家居护理系列产品。

图 40：宝洁联发创新流程

图 41：宝洁新品上市流程



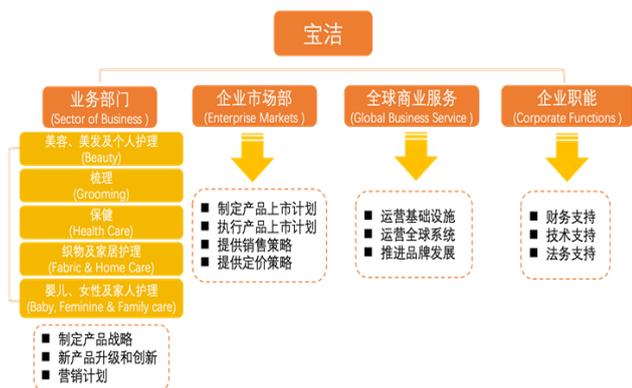
资料来源：《宝洁公司的产品创新模式研究》甄伟丽（2007），天风证券研究所



资料来源：《宝洁公司全球品牌资产管理研究》贾凡（2016），天风证券研究所

聚焦核心业务，重组剥离改革再出发。2000 年前后，体量庞大的宝洁受累于复杂的组织架构及繁琐的运营体系所带来的高成本，对内进行组织架构精简，各业务条线领导者对各自板块拥有充分决策权。2014 年 8 月，宝洁宣布通过剥离，终止或合并 100 个非战略性品牌简化产品矩阵，并最终留下约 65 个关键品牌，聚焦个人护理、家庭护理等具备核心竞争力的领域。2015 年，新任 CEO 大卫·泰勒接替雷富礼完成战略布局。2017 年，品牌剥离战略基本实施结束，营收逐步回暖，增长逐渐提速。

图 42：宝洁组织架构



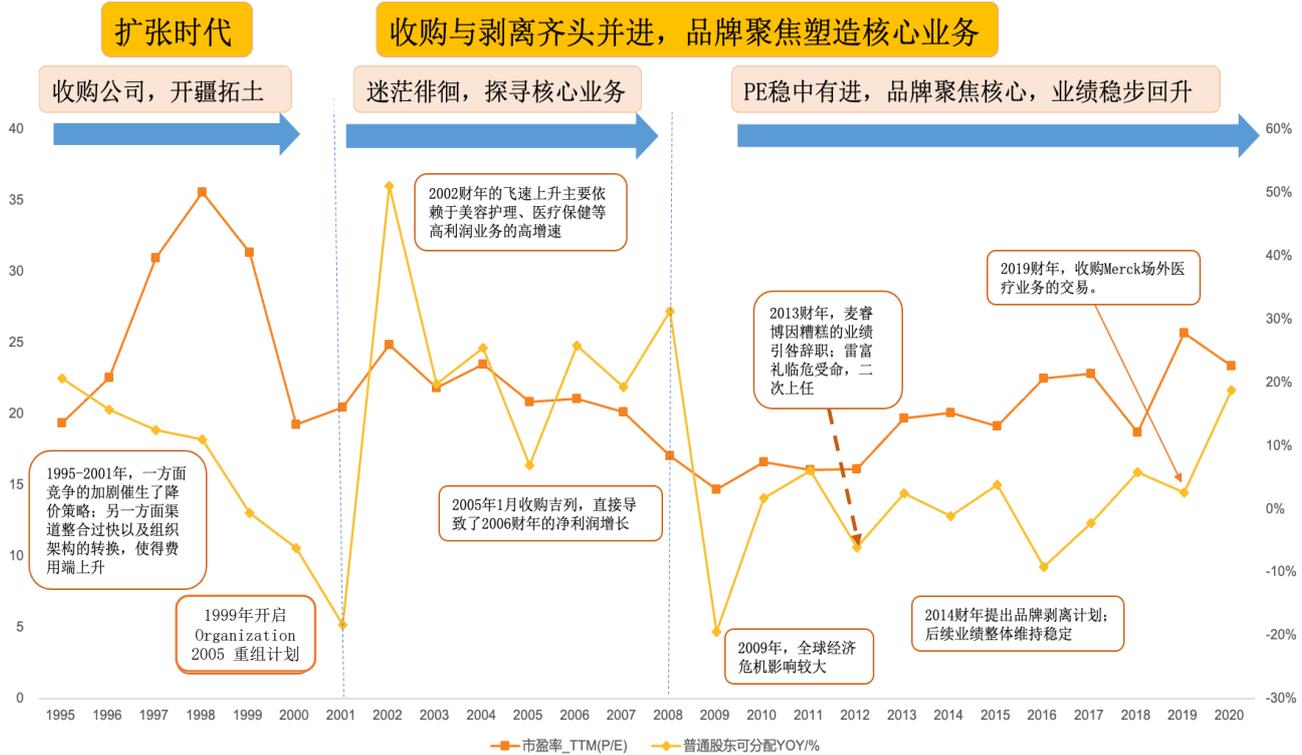
资料来源：宝洁官网，天风证券研究所

图 43：宝洁 2000-2020 年营业收入变化



资料来源：彭博，天风证券研究所

图 44：宝洁股价表现复盘



资料来源：彭博，公司公告，天风证券研究所

复盘宝洁的发展历程，可以看到由于消费者需求日益丰富化，日化行业每个垂直细分品类的天花板有限，多品牌多品类发展是做大企业必不可少的发展途径。而多品牌多品类运营能力的建立，又与公司高效的产品研发效率、敏锐的消费者市场洞察密不可分。当然后期宝洁也因涉及业务繁多管理不善导致成本高企，高管团队及时剥离了非战略性品牌，聚焦约 65 个核心品牌再发展，实现了业绩的稳步回升。因此关键品牌的选择、成本投入的核心考量就更加考验管理层的战略眼光和定力。

3. 数据驱动深度消费者洞察，强大中台支持成熟品牌孵化体系

3.1. 蚊虫消杀品牌深入人心，高效创新孵化多品牌迅速拓展产品矩阵

朝云集团具备精细丰富的产品矩阵，集合家居、个人和宠物护理多品类组合，市占率排名靠前。公司通过数据驱动的产品创新能力和成熟的品牌孵化能力运营多个家喻户晓的知名品牌，在家居护理行业有三大品类、二十八个细分品类及四个品牌，在个人和宠物护理行业有七大品类、十六个细分品类及三个品牌。

2015 年至 2019 年，朝云集团连续五年成为中国家居护理行业本土企业第三，2019 年市占率为 6.3%；中国杀虫驱蚊市场排名第一，2019 年市占率为 22.8%；家居清洁及空气护理市场排名第二；花露水市场排名前三；宠物除臭剂市场排名前五。

图 45：朝云集团产品及品牌布局

2020	威王除菌包	首批空间除菌产品之一，可在室温环境条件下释放出高效的消毒物质
	威王厨房清洁剂	安全、无毒、可生物降解且环保
	德是幼犬免洗香波	首批采用深海材料的宠物香波之一，平衡油脂、保湿及补水

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

3.1.1. 家居护理产品爆款连连，品牌深入人心

家居护理产品构筑公司品牌护城河，2020 年家居护理产品占总收入 92%。2020 年家居护理产品实现收入 15.6 亿，同增 20.0%；毛利率 44.4%，提升 0.9pct。家居护理产品下分杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理三大品类，2020 年整体收入贡献占比分别为 58.5%/29.4%/3.7%。子品牌丰富，共 28 个二级品类并有 4 个品牌（杀虫驱蚊品牌“超威”、儿童驱护品牌“贝贝健”、家居清洁消毒品牌“威王”、空气护理品牌“西兰”）。其中，“西兰”品牌起源于 1995 年，“超威”品牌起源于 2002 年，品牌历史悠久深入人心。

图 46：家居护理产品收入（亿）及增速



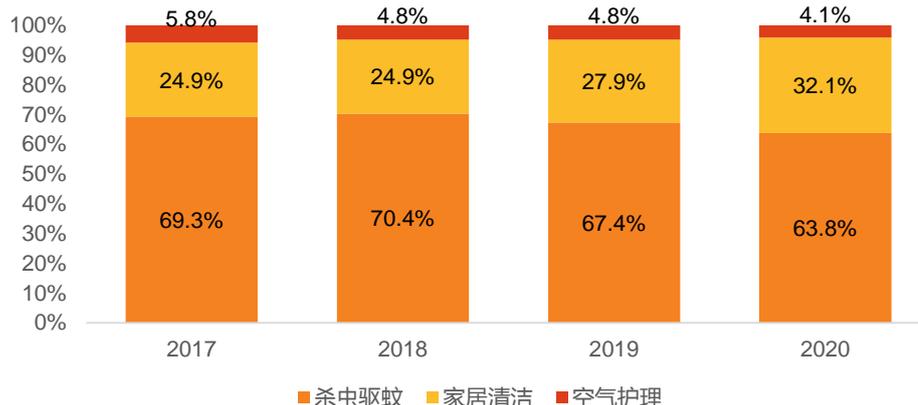
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 47：家居护理产品 2020 年毛利率 44.4%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 48：杀虫驱蚊产品贡献家居护理业务收入的 64%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

洞察行业前沿，新品层出不穷，儿童杀虫驱蚊品牌“贝贝健”造就行业龙头。公司为中国最大的杀虫驱蚊产品制造商，在一般杀虫驱蚊市场拥有 18 年产品开发和品牌运营的成功经验。公司不断推进推陈出新，积极发展电子化蚊香，产品兼具防虫性和安全性，截至 20Q3 已具有 117 个 SKU。2010 年，儿童用杀虫驱蚊产品需求日益旺盛，公司适时推出品牌“贝贝健”，成为中国最大的儿童适用杀虫驱蚊产品制造商。2019 年公司的杀虫驱蚊产品市占率达 22.8%，其中儿童驱蚊产品占有 41.4% 市场份额。

表 9：朝云集团主要杀虫驱蚊产品

产品名称	单位规格	建议零售价范围	样本图片
超威盘香	10 至 15 盘	3.2-14	
超威电热蚊香片	12 至 78 片	10.5-36	
超威电热蚊香液	30 至 40 毫升	24.5-50.9	
超威防蚊网	1 片	78	
超威杀虫气雾剂	300 至 600 毫升	11-24.8	
贝贝健盘香	10 至 36 盘	5.2-17.2	
贝贝健电热蚊香片	60 片	23-33	
贝贝健电热蚊香液	30 至 40 毫升	24.2-40.0	
贝贝健防蚊网	1 片	39	
贝贝健驱蚊啫喱	50 克	36.9	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

杀虫驱蚊产品升级提阶，渠道转型阵痛突围。2017 至 2020 年，杀虫驱蚊产品分别实现营收 9.20/9.36/8.76/9.96 亿，18-20 年同比增速 1.7%/-6.5%/13.7%。19 年产品收入有较大幅度下滑，主要原因系 18 年产品升级上调价格&渠道转型，销量有所影响。调整后受益于全渠道发展及产品优化，20 年增速显著提高。

产品品类结构优化带动毛利率上行，2020 年杀虫驱蚊产品毛利率提高至 39.2%。2017 至 2020 年，杀虫驱蚊产品的毛利率分别为 33.8%/33.3%/40.9%/39.2%，2019 年较高利润产品(比如电热蚊香片、电热蚊香液、气雾剂)销量贡献上升，带动毛利率显著改善。

图 49：杀虫驱蚊产品的营业收入及其增速（亿元）

图 50：2020 年杀虫驱蚊产品毛利率 39.2%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中国第二大家居清洁产品制造商，除菌属性打造独特产品力。朝云集团在 2011 年成立威王品牌，进入家居清洁市场，为中国第二大家居清洁产品制造商，2019 年市占率为 4.2%。公司提供广泛的家居清洁产品，包括消毒液、厨房清洁剂、洁厕剂、洗衣机槽清洁剂、多表面清洁剂和管道通等产品。截止 20Q3，家居清洁产品共有 101 个 SKU，大多数除菌率达 99.9%，“除垢更除菌”产品力深入人心。在此基础上，衍生发展其他产品属性，开发无毒安全配方家居清洁产品、便携性除菌包。

图 51：家居清洁品牌“威王”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 10：朝云集团主要家居清洁产品

主要产品	单位规格	建议零售价范围 (元)	样本图片
威王厨房清洁剂	500 克/500 克 X2	17.8-31	
威王洁厕净	500 克/500 克 X2	6.8~19.9	

威王洗衣机槽清洁剂	375 克	16	
威王管道通	300 克/600 克	15-18.8	
威王消毒液	98 毫升/500 毫升/1.25 升 /2.25 升	6.9-72.5	
威王除菌包	1 件/盒	89.9	
威王除菌泡腾片	24 片	29.9	
超威洁厕剂	500 克/500 克/900 克	4.5-13.8	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

疫情下家居清洁产品需求陡增，2020 年实现收入 5.01 亿元，同比增长 38.3%，毛利率攀升至 53.2%。2017-2020 年，家居清洁产品实现营业收入 3.30/3.31/3.62/5.01 亿，CAGR 为 15%。20 年受到疫情影响，消毒液及抗菌家居清洁产品的需求增加，助推销量增长。毛利率持续提升，主要系产品矩阵优化，高毛利率产品比例增加，以及积极提升线上渠道销售所致。

图 52：家居清洁产品的营业收入及其增速（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 53：2020 年家居清洁产品毛利率 53.2%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

空气护理品牌“西兰”历史悠久，跨界联名积极营销打造爆款。朝云是中国第二大空气护

理产品制造商，2019 年拥有 4.9%的市场份额。“西兰”品牌成立于 1995 年，拥有固体空气清新剂、空气清新喷剂及液体空气清新剂，以及专用空气护理产品，如除甲醛喷雾及竹清风除味炭。公司积极开发新奇味、新功能、新形势的新产品迎合消费者需求，2017 年与迪士尼跨界合作，推出高端产品线藤蔓香薰。截止 20Q3，空气护理产品拥有 62 个 SKU。

表 11：朝云集团主要空气护理产品

主要产品	单位规格	建议零售价范围(元)	样本图片
西兰空气清新喷剂	320 毫升	13.9	
西兰液体空气清新剂系列	400 克	16-20	
西兰固体空气清新剂系列	65-70 克	5-8	
西兰除甲醛系列	400-500 克	59-119	
西兰去味香珠	300-330 克	19.7-24.9	
西兰防蛀片	2 片	38	
西兰藤蔓香薰	90 毫升	69	
西兰除味喷雾	30-280 克	25.9-49.9	
西兰竹清风除味炭	60-500 克	10-36	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

空气护理产品收入边际持续改善，20Q1-Q3 毛利率更上一层楼。2017 至 2020 年，空气护理产品分别实现营收 0.77/0.64/0.62/0.63 亿。2018 年营收下滑原因是公司对传统固体和液体空气清新剂产品的投入减少，转而注重线上渠道和新产品的研发。随着新产品上市及线上投入运营成熟，空气护理产品 2020 年毛利率提升至 56.0%。

图 54：空气护理产品的营业收入及其增速（亿元）

图 55：2020 年空气护理产品毛利率 56.0%



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.2. 个人护理产品矩阵丰富，新品零售额连创纪录

公司于 2019 年宣布进入个人护理市场，但旗下个人护理品牌“润之素”始于 2015 年，产品历年销量表现不俗。“润之素”作为公司唯一的个人护理品牌，2015 年便开始上市产品，旗下拥有洗手液、护手霜、SOD 蜜、花露水、香皂、洗发露和沐浴露等多线产品，上市新产品的市场零售额持续突破记录，市场反响良好。截止 20Q3，个人护理产品拥有 58 个 SKU。

图 56：个人护理品牌“润之素”旗下产品



- 2015
 - 上市润之素护手霜系列，市场零售额5000万；
- 2016
 - 上市润之素健康净护洗手液系列，市场零售额11000万；
- 2017
 - 上市润之素抑菌洗手液系列和润之素花露水系列，市场零售额21000万；
- 2018
 - 上市润之素SOD蜜 / 霜、新品花露水、新品手霜，市场零售额35000万；
- 2019
 - 上市润之素香皂；

资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 12：朝云集团主要个人护理产品

主要产品	单位规格	建议零售价范围	样本图片
------	------	---------	------

润之素护手霜	40-75 克	5.0-9.9	
润之素香皂	100 克	4.2	
润之素 SOD 蜜	20 毫升-100 毫升	2.0-19.9	
润之素洗手液	250 克-500 克	12.9-22.9	
润之素免洗消毒凝露	60 毫升	24.9	
润之素洗发露	800 毫升	29.9-35.9	
润之素沐浴露	800 毫升	29.9-35.9	
润之素花露水系列	30 毫升-195 毫升	9.9-20.1	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

疫情下个人护理产品销量上升明显，2020 年实现收入 1.08 亿，同比增长 51.7%，毛利率略有下滑。2019-2020 年，个人护理产品实现营业收入 0.71/1.08 亿，2020 年收入增长较快主要受益于疫情背景下洗手液、抗菌个人护理产品的需求上升。2020 年毛利率为 33.9%，略有下滑，主要系年初包装材料短缺及原材料价格上涨所致。

图 57：个人护理产品收入及其增速（亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 58：个人护理产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.1.3. 宠物护理产品营收大幅增长，借力电商快速斩获市场

2017 年进军宠物护理领域，目前拥有两个宠物护理品牌共 18 种产品供消费者选择。公司

现有“倔强的尾巴”和“德是”两大宠物护理品牌，其中“德是”品牌主打高端市场，服务于更专业消费者的群体。公司通过积极的电商运营取得了优秀的业绩，“倔强的尾巴”天猫旗舰店上市 4 个月就实现香水除味类产品销量的第一名。截止 20Q3，宠物护理产品拥有 38 个 SKU。

图 59：宠物护理品牌“倔强的尾巴”和“德是”



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 13：朝云集团主要宠物护理产品

主要产品	单位规格	建议零售价范围	样本图片
倔强的尾巴宠物除菌除味喷雾	500 毫升	39.9	
倔强的尾巴宠物除臭抑菌洁牙凝胶	100 克	79.9	
倔强的尾巴混合猫砂	2.8 千克	37.9	
倔强的尾巴复合盆除臭除菌剂	10 包	79.9	
德是海洋系列犬用香波	400 毫升	58.0	

德是海洋系列猫用香波	300 毫升	58.0	
德是海洋系列猫犬通用护毛素	300 毫升	58.0	
德是海洋系列幼犬免洗香波	300 毫升	58.0	
德是海洋系列犬用香水	120 毫升	39.0	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

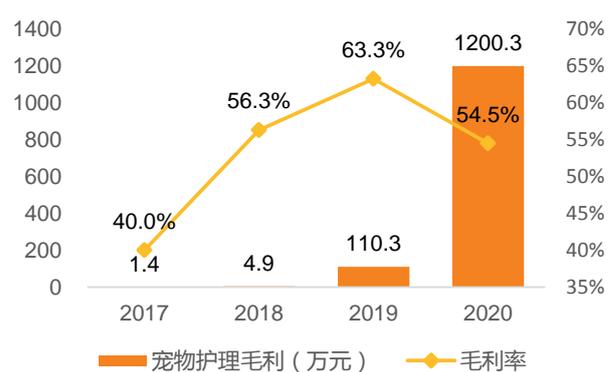
宠物护理产品 2020 年实现营收 2204 万，毛利率波动较大。公司于 2019 年下半年宠物护理业务全面推出，市场接受度高，新品层出不穷，2019 年实现营收 174 万，2020 营收迅速攀升至 2204 万。由于营收体量相对较小，产品覆盖面不断扩大的同时，毛利率水平波动较大，2020 年实现毛利率为 54.5%。

图 60：宠物护理产品收入及其增速（万）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 61：宠物清洁护理产品毛利率（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 多维度全渠道覆盖的全国性销售网络，背靠立白稳定保障

朝云集团拥有强大的全渠道销售网络体系：①覆盖国内所有省份、地级市及大部分县级城市，拥有超过 1200 名经销商及约 62 万个销售点的线下网络；

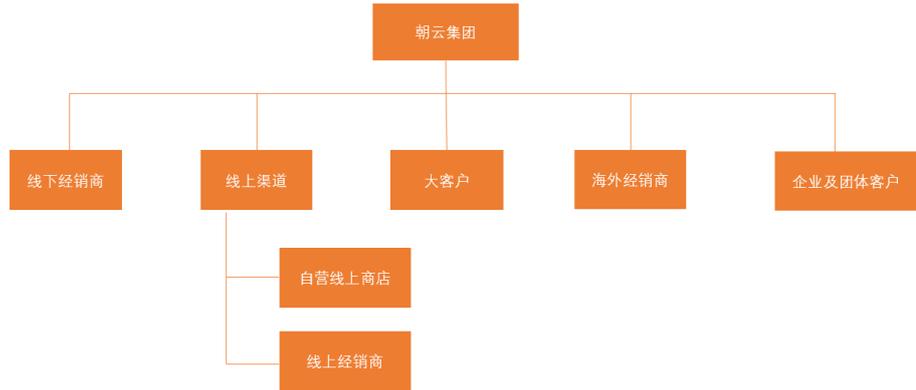
②通过立白集团面向 48 名大客户，包括全国和区域性的大卖场、超市、百货商店及便利店，覆盖约 1.1 万个销售点；

③线上渠道包括天猫、京东、拼多多、唯品会、网易严选、苏宁易购等电商平台的 26 家自营线上商店（包括超威家居日用旗舰店、威王/贝贝健/润之素/西兰/倔强的尾巴/德是旗舰店等），以及若干线上第三方经销商网络（截止 20Q3 有 39 个）；

④向海外市场出口，包括向 24 个国家或地区的海外分销商。

⑤由 229 名企业级团体客户（包括集团、航空、药店及其他企业）组成的销售网络。

图 62：朝云集团的销售网络架构



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

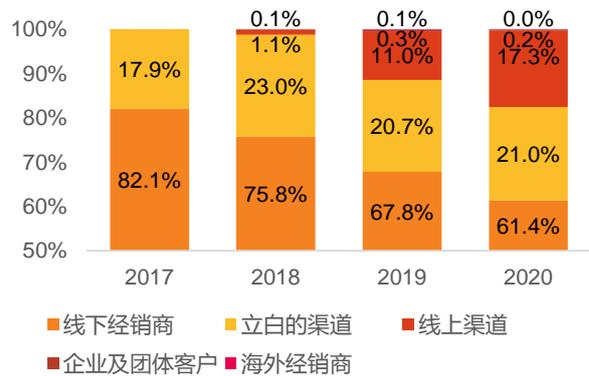
线下渠道占据主力收入，线上平台快速成长，立白渠道贡献稳定收入来源。2020 年线下经销商、立白渠道和线上渠道的营收贡献占比分别为 61%/21%/17%。公司 2019 年起利用电商平台发展线上自营，2020 年实现线上营收 2.94 亿，同增 93%。来自立白集团的渠道收入贡献相对平稳，2020 年实现收入 3.58 亿，同增 25%。线下经销商渠道表现一般，2020 年实现收入 10.5 亿，同增 11.5%，2018 年和 2019 年均为负增长。

图 63：分渠道销售收入（亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

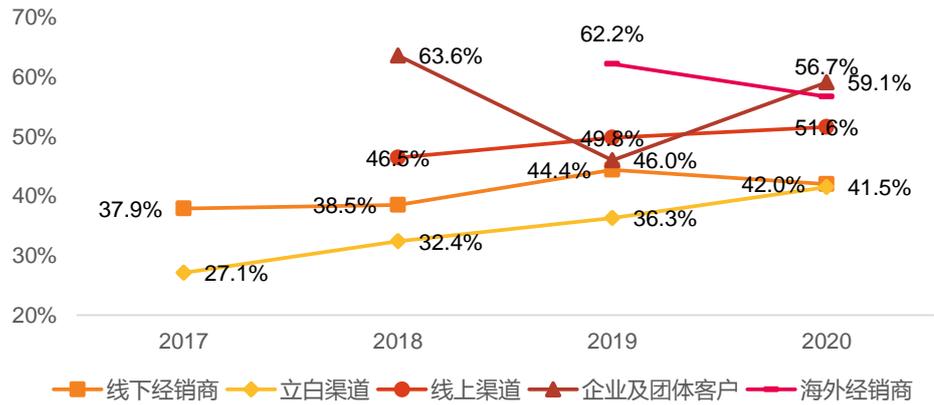
图 64：分渠道销售占比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

毛利率水平来看，海外分销商、自营线上渠道毛利率水平较高，立白渠道毛利率最低。2020 年，海外分销商毛利率为 56.7%，线上渠道毛利率为 51.6%（其中线上分销商毛利率为 48.2%，自营线上商店毛利率为 53.6%），企业及团体客户毛利率为 59.1%，线下分销商毛利率为 42.0%，立白渠道毛利率为 41.5%。立白渠道毛利率水平低于其他独立分销商主要由于，一是立白集团采购量较大、议价权较强，二是对传统零售商的销售不用承担任何销售渠道相关成本。

图 65：分渠道毛利率水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.1. 多层次触达消费者，三线及以下城市销售点达 51 万个

分销网络深入渗透低线城市，渠道优势构筑护城河。线下市场是家居护理和个人护理市场最重要的分销渠道，朝云集团目前拥有 1,200 名经销商和 62 万个销售网点组成的线下分销网络，覆盖所有省份地级市及大部分县级市。大多数线下分销商在分销类似产品方面拥有五年以上经验，与公司拥有 2 至 4 年的业务联系。截止 20Q3，约 75% 是个体分销商（平均设有 500 至 550 个销售点），约 25% 是企业分销商（平均设有 600 至 650 个销售点）。三线及以下城市销售点达 51 万，占总体销售点数量的 64.3%，构筑了良好的下沉市场护城河。

单层分销模式，区域深耕触达客户，线下经销商数量稳定增加。2017-2020 年线下经销商渠道实现收入 11.05/10.23/9.38/10.46 亿元，同比增长 -7.4%/-8.3%/11.5%。公司采取单层分销模式，有效缩短与终端的连接，有力把握消费者需求；采取排他性条款，对渠道具有一定控制力；超额完成年度销售目标的，提供 5%-18% 的销售返利。20Q1-Q3 分销商数量稳定增加至 1217 家，前十大经销商销售集中度相应下降至 4.4%，疫情后线下渠道逐步回暖有望贡献收入增量。

图 66：线下渠道营收（亿）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 67：线下经销商数量（家）

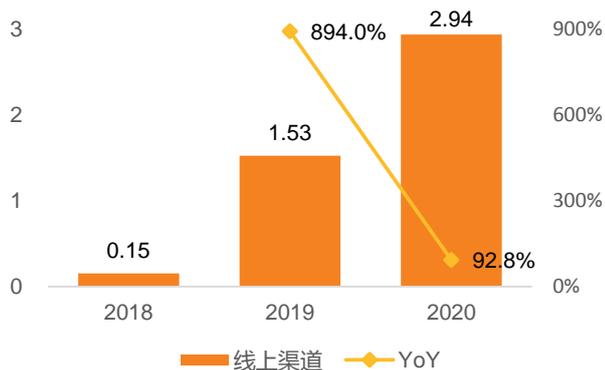


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2.2. 多领域触达消费者，线上渠道驱动未来业务快速发展

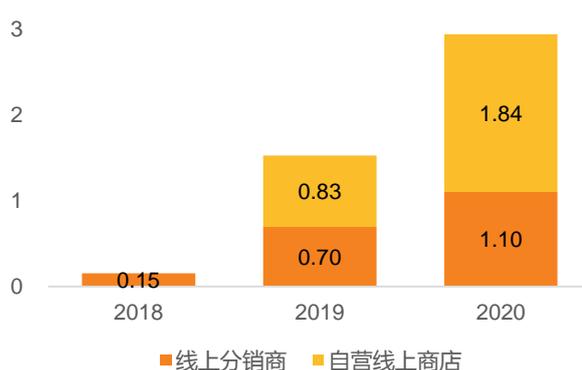
2020 年线上渠道实现收入 2.94 亿元，同比增长 93%，电商成绩显著，自营线上商店增速较快。公司从 2019 年开始在天猫、京东和拼多多等主要电商平台运营线上自营旗舰店，并通过第三方经销商快速打开云集、贝店、苏宁小店及盒马生鲜等在内的新型电商渠道。2019/2020 年自营线上商店贡献线上收入比例分别为 54.5%/62.6%，目前已布局 26 家自营线上旗舰店，有望快速推广公司新品，培养忠实用户。

图 68：线上渠道营收（亿）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 69：线上渠道分模式收入（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 14：线上自营店成就

自营线上商店	成立时间	定位/成就
贝贝健旗舰店	2019年2月	2020年2月，其驱螨喷雾剂在天猫品类 - 灭鼠 / 杀虫剂类目排名第五；
西兰旗舰店	2019年9月	2019年12月及2020年1月，防蛀产品类目单品连续排名第一；
威王旗舰店	2020年3月	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。
超威家居日用企业店	2020年5月	于2020年5月，在天猫花露水产品类目中销量第一，品牌排名销量第一，单品SKU销售额第一。
倔强的尾巴旗舰店	2019年9月	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；
润之素旗舰店	2020年5月	主打高性价比个人护理产品，持续渗透具有潜在线上消费潜力的人群，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

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

假设：①家居护理 21-23 年发展较为平稳，收入端增速分别为 15.8%/16.7%/16.9%，毛利率分别为 43.7%/45.1%/45.6%；②新产品的推出推动个人护理板块业务加速增长，21-23 年收入端增速分别为 65%/70%/80%，毛利率分别为 33%/34%/34%；③倔强系列产品的推出拉动宠物板块收入持续向好，21-23 年收入端增速分别为 400%/150%/80%，毛利率分别为 65%/60%/60%；④新产品新品类的上市拉动销售费用有所增加，21-23 年销售费用率分别为 23.0%/24.5%/25.0%，管理费用率保持相对稳定为 5%。

表 15：盈利预测

单位：亿人民币	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13.46	13.50	13.83	17.02	21.11	27.03	35.23
YoY		0.3%	2.5%	23.0%	24.0%	28.0%	30.3%
家居护理	13.28	13.31	13.00	15.61	18.07	21.08	24.64
YoY		0.2%	-2.3%	20.0%	15.8%	16.7%	16.9%
% of total	98.6%	98.6%	94.0%	91.7%	85.6%	78.0%	70.0%
个人护理			0.71	1.08	1.79	3.04	5.47
YoY				51.7%	65.0%	70.0%	80.0%
% of total			5.2%	6.4%	8.5%	11.3%	15.5%
宠物护理	0.00	0.00	0.02	0.22	1.10	2.75	4.96
YoY		149%	1903%	1164%	400%	150%	80%

% of total	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	5.2%	10.2%	14.1%
其他	0.18	0.19	0.10	0.11	0.15	0.15	0.15
YoY		5.4%	-48.5%	13%	34%	0%	0%
% of total	1.4%	1.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.4%
归母净利润	1.70	1.77	1.85	2.24	2.88	3.57	4.64
YoY		4.0%	4.6%	20.9%	28.5%	24.3%	29.9%
归母净利率	12.6%	13.1%	13.4%	13.1%	13.6%	13.2%	13.2%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

预计 21-23 年朝云集团收入分别为 21.11/27.03/35.23 亿, 同比增长 24.0%/28.0%/30.3%; 归母净利润分别为 2.88/3.57/4.64 亿元, 同比增长 28.5%/24.3%/29.9%。由于港股没有与公司可比的相关标的, 选取在家庭护理/个人护理领域的国内龙头蓝月亮、上海家化, 在宠物食品领域的头部公司中宠股份、佩蒂股份作为对标公司。考虑到朝云集团内部成熟的品牌孵化体系和高效联动的创新研发体系, 以及全渠道覆盖深度下沉的全国性销售网络优势, 给予公司 21 年 50 倍 PE, 对应市值 144 亿人民币, 目标股价 13.0 港元/股(按 1 人民币=1.2 港元汇率换算), 首次覆盖给予“买入”评级。

表 16: 同行公司可比 PE

公司名称	市值	PE (21E)
蓝月亮	506 亿港元	28
上海家化	345 亿人民币	67
中宠股份	104 亿人民币	55
佩蒂股份	53 亿人民币	32
平均		46

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 风险提示

新品推广失败风险: 若公司不能持续推出符合消费趋势的新产品、多元化品牌和产品组合, 新品推广失败可能会对市场份额产生不利影响。

关联方风险: 18-20 年公司通过立白渠道作出的销售额占总收入的 20%以上, 且旺季时部分产品外包于立白集团, 若立白集团不能较好的制造及分销产品, 可能对业绩影响较大。

品牌声誉风险: 快消品行业中品牌形象对产品购买力影响较大, 品牌声誉受损可能会对公司业绩影响较大。

估值偏高风险: 跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com