

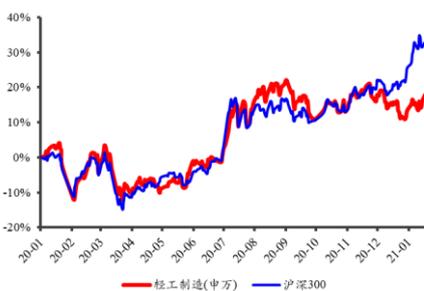


中国家清行业迭代升级，蓝月亮领跑“液”时代

行业评级：增持

报告日期：2021-1-20

行业指数与沪深300走势比较



分析师：虞晓文

执业证书号：S0010520050002

邮箱：yuxw@hazq.com

3 相关报告

华安证券_行业研究_行业月报_轻工制造：竣工回暖，家居内外销景气；关注纸价上涨

主要观点：

中国家庭清洁护理行业成长快于全球平均水平，人均支出增长潜力大。中国家庭清洁护理行业的市场规模由2015年的900亿元增至2019年的1108亿元，年复合增长率5.3%，高于同期全球范围内行业2.5%的年复合增长率。中国人均家庭清洁护理产品支出仍有较大的增长潜力，预计到2024年，中国家庭清洁护理产品的人均支出将达到17.9美元，但仍与美日的86.8美元与65.3美元有很大差距。

“液”产品渗透率持续提升，2024年线上渠道销售占比有望达31.9%。

1) 洗衣粉逐渐被洗衣液替代。2015-2019年，洗衣液以13.1%的年复合增长率从166亿元增至272亿元，而洗衣粉以-0.6%的年复合增长率从301亿元降至294亿元。

2) 香皂逐渐被洗手液替代。洗手液市场规模由2015年的18亿元增加至2019年的27亿元，年复合增长率为11.0%，而对应的香皂市场规模在该期间以复合年均0.2%的比率下降。洗衣液和洗手液的产品渗透率仍有较大的提升空间。

3) 受益于中国电子商务平台的发展，2015-2019年，中国家庭清洁护理产品线上渠道的市场规模年复合增长率10.6%，是增长最快的渠道。预计2019年至2024年中国家清行业线上渠道销售额年复合增长率将达到16.2%，2024年线上渠道销售占比有望达到31.9%。

蓝月亮是中国“液”时代的推动者和领跑者。蓝月亮品牌诞生于1992年，2008年公司率先向全国推广洗衣液，开创中国洗衣“液”时代。2015年，蓝月亮突破技术难关，推出国内首款计量式泵头装「浓缩+」洗衣液——机洗至尊，推动行业向浓缩升级。公司在中国洗衣液市场的市场份额连续11年（2009年至2019年）位居第一，在中国浓缩洗衣液市场的市场份额连续三年（2017年至2019年）排名第一，在中国洗手液市场的市场份额连续八年（2012年至2019年）位居第一。

创始人化学背景深厚，管理团队经验丰富且长期陪伴公司成长

创始人罗先生在家庭清洁护理行业拥有逾30年经验，毕业于武汉大学，获得有机化学学士学位与中国科学院有机化学硕士学位。公司的高级管理团队平均拥有超过20年的行业经验，并在公司工作超过14年。核心研发团队也平均拥有约九年家庭清洁护理行业的相关经验。

营收增速领先行业，盈利能力持续提升。公司的营业收入从2017年的47.11亿元增长至2019年的63.25亿元，年复合增长率为15.9%，

远高于同期中国家庭清洁护理行业 4.9% 的年复合增长率。受益于原材料的成本下降、生产效率的提升以及产品结构的优化，2017-2019 年，蓝月亮的净利率从 1.5% 提升到 15.3%，毛利率从 53.2% 提升到 64.2%。

衣物清洁护理产品提供最大收入贡献，新冠或促使个人、家居清洁护理产品成长提速。2019 年蓝月亮衣物、个人、家居清洁护理产品收入占比分别为 87.6%/5.9%/6.5%，且近三年该收入比例相对稳定。但 2020 年上半年，疫情进一步激发了消费者卫生意识的增强，当期公司的个人、家居清洁护理产品的销售占比较往年有显著提升，分别占当期收入的 19.1% 和 11.9%，预计未来两块业务的收入增长有望提速。

“蓝月亮”品牌抢占消费者心智，挖掘更深渠道和产品潜力。凭借行业内独特的知识营销理念、全渠道的销售策略、两级仓储系统及先进技术，蓝月亮不断推出优质的清洁解决方案，为消费者提供优质的产品、科学的清洁方法，以及全面的客户服务。

1) 此次上市募集资金也将继续用于公司的品牌知名度提升计划以及渠道的进一步铺设。

2) 线上渠道已成为蓝月亮收入占比最大的渠道，2020 年上半年公司的线上销售占比已扩大至 58.8%。2019 年，蓝月亮洗衣液线上渠道的市场份额为 33.6%，是排名第二的洗衣液公司市场份额的两倍以上；同期蓝月亮洗手液的线上份额 23.8%，比第二名高出 4.9%。

3) 直销大客户渠道经过以往的变革及尝试，预计未来公司与直销大客户的合作关系将趋于更加稳固和平稳。线下分销网络的完善有利于公司产品渗透到低线城市。截至 2020 年 6 月 30 日，除全国性及地区性超市外，蓝月亮近 70% 的线下分销商位于三线及以下城市，覆盖分布于全中国逾 2,600 个区县的零售销售点，未来线下分销网络将继续向低线城市下沉。

4) 公司的研发创新基因深入骨髓，成立之初就有研发技术中心，后又于 2015 年成立蓝月亮洗涤研究院。针对消费者需求，公司过往研发出了多款创新型产品，引流行业潮流。同时，研发团队还为业务运营的信息化程度提升提供了有力的技术支持，主要体现在采购端的采购管理内部系统、生产端的高度自动化的生产设施、以及销售端自主研发的 CRM 系统。预计未来公司仍将致力于研发团队的人才扩充。

风险提示

新品类市场教育不达预期；

线下渠道下沉不达预期；

原材料价格上涨超预期导致盈利能力下降。

正文目录

1. 中国家庭清洁护理行业：稳定增长，前景可期	6
1.1 家清行业市场规模稳定增长，人均支出仍有较强增长潜力	6
1.2 线上渠道市场规模成长最快，衣物清洁护理产品销售占比最大	8
2. “液”产品逐步渗透中国家庭清洁护理市场	9
2.1 衣物清洁护理市场规模稳定增长，洗衣液替代洗衣粉	9
2.2 个人清洁护理市场稳步增长，洗手液渗透率不断提升	13
2.3 家居清洁护理市场快速扩张，厨房清洁护理占比最高	15
3. 蓝月亮：中国“液”时代的领跑者	16
3.1 开创洗衣“液”时代，全套家居清洁方案提供者	16
3.2 创始人及管理团队长期陪伴公司发展，产业背景深厚	18
3.3 全国产能布局有序扩充，原材料成本是最主要的销售成本	19
3.4 成长速度领先行业平均水平，盈利能力持续提升	22
4. 蓝月亮：品牌抢占消费者心智，挖掘更深渠道和产品潜力	24
4.1 知识营销抢占消费者心智，品牌形象深入人心	24
4.2 全渠道策略向低线下沉，线上销售优势明显	28
4.2.1 线上销售占比过半，蓝月亮领先优势明显	29
4.2.2 直销大客户合作趋于稳固，分销网络向低线城市下沉	30
4.3 研发创新基因与生俱来，优质产品服务驱动未来成长	32
风险提示：	35

图表目录

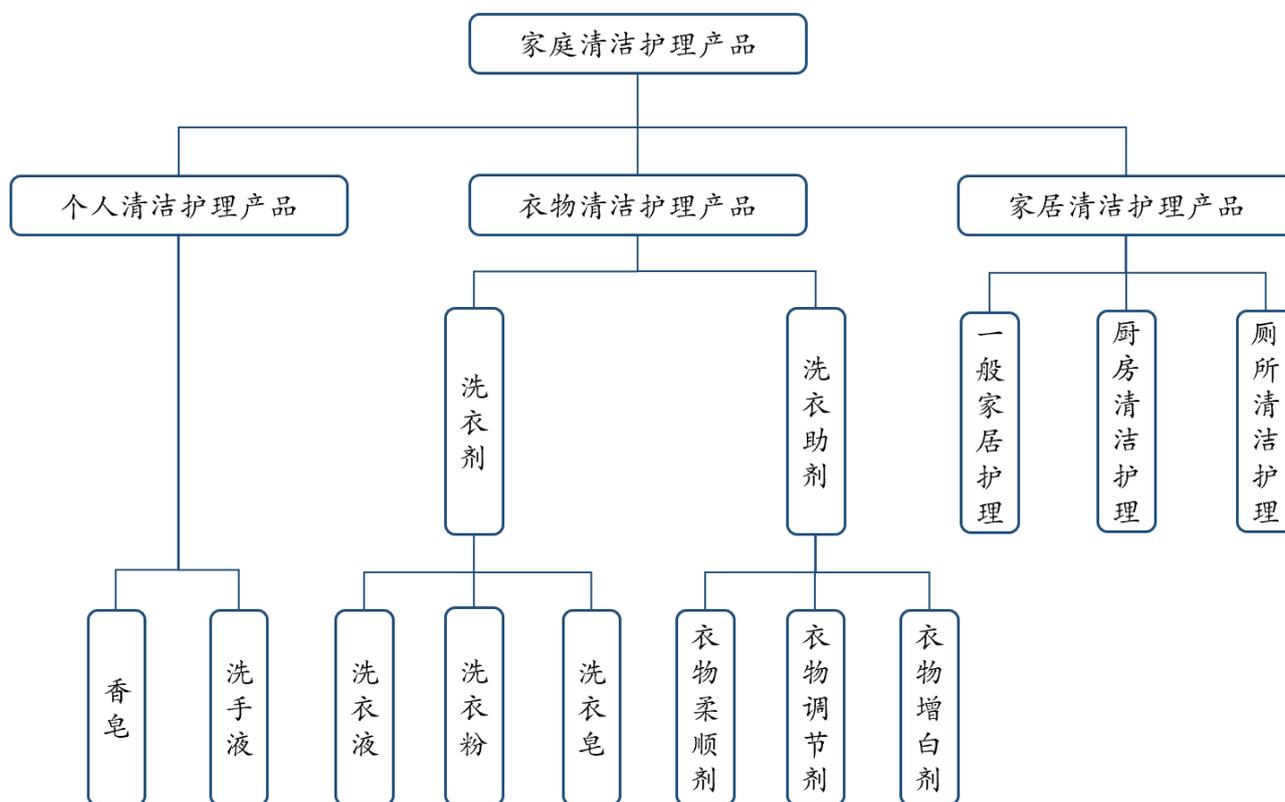
图表 1 家庭清洁护理产品结构.....	6
图表 2 中国家庭清洁护理行业市场规模及同比.....	7
图表 3 全球各区域家庭清洁护理行业市场规模占比.....	7
图表 4 主要经济体家庭清洁护理产品人均支出及同比（美元）.....	8
图表 5 中国家庭清洁护理产品各渠道市场规模（亿元）.....	8
图表 6 2019 年中国家庭清洁护理产品各渠道占比.....	9
图表 7 2019 年中国家庭清洁护理市场各产品市场份额占比.....	9
图表 8 衣物清洁护理产品的市场份额（亿元）.....	10
图表 9 2019 年各类衣物清洁护理产品市场份额占比.....	10
图表 10 中国洗衣液的市场规模及其渗透率.....	11
图表 11 主要经济体的洗衣液渗透率（2019）.....	11
图表 12 中国洗衣液市场各零售渠道的市场规模（亿元）.....	12
图表 13 中国浓缩洗衣液的市场份额及渗透率.....	12
图表 14 2019 年主要经济体浓缩洗衣液渗透率.....	13
图表 15 中国个人清洁护理市场规模（亿元）.....	13
图表 16 2019 年中国个人清洁护理产品市场份额占比.....	14
图表 17 中国洗手液市场规模及渗透率.....	14
图表 18 2019 年主要经济体洗手液渗透率.....	15
图表 19 中国家居洁护理产品市场份额（亿元）.....	15
图表 20 2019 年中国家居清洁护理产品市场份额占比.....	16
图表 21 蓝月亮发展历程.....	17
图表 22 蓝月亮全套家居清洁方案.....	17
图表 23 蓝月亮董事履历.....	18
图表 24 蓝月亮的高级管理层履历.....	19
图表 25 蓝月亮的现有产能布局（2019 年末）.....	20
图表 26 蓝月亮的四大生产基地扩充计划.....	20
图表 27 棕榈油的价格走势（2008-至今）（元/吨）.....	21
图表 28 低密度聚乙烯的价格走势（2017-至今）（元/吨）.....	21
图表 29 原材料价格敏感性分析（2017-2019）.....	22
图表 30 蓝月亮营业收入及同比.....	22
图表 31 蓝月亮各产品占比.....	23
图表 32 蓝月亮净利润及同比增速（2017-2019）.....	23
图表 33 蓝月亮的毛利率和净利率（2017-2019）.....	23
图表 34 蓝月亮各产品毛利率（2017-2019）.....	24
图表 35 蓝月亮业务的主要元素.....	24
图表 36 2019 年中国洗衣液市场份额.....	25
图表 37 2019 年中国浓缩洗衣液市场份额.....	25
图表 38 2019 年中国洗手液市场份额.....	25
图表 39 蓝月亮的知识营销体系.....	26
图表 40 蓝月亮销售及分销开支明细（2017-2020H）（万港币）.....	27
图表 41 蓝月亮的品牌知名度提升计划.....	28

图表 42 蓝月亮的渠道体系	28
图表 43 蓝月亮各渠道占比	29
图表 44 蓝月亮按在线销售渠道划分的收益贡献明细 (2017-2019)	29
图表 45 蓝月亮合作的电子商务平台总数及变动 (2017-2019)	30
图表 46 蓝月亮洗衣液线上渠道市场份额第一 (2019)	30
图表 47 蓝月亮洗手液线上渠道市场份额第一 (2019)	30
图表 48 蓝月亮直销大客户的网络 (2017-2020H)	31
图表 49 蓝月亮线下分销商总数及变动 (2017-2019)	31
图表 50 蓝月亮线下分销商及彼等各自按运营规模划分的收入贡献 (2017-2020H)	32
图表 51 蓝月亮月亮小屋业务与已终止线下分销商收入 (2017-2020H)	32
图表 52 蓝月亮主要衣物清洁护理产品	33
图表 53 蓝月亮主要个人清洁护理产品	34
图表 54 蓝月亮主要家居清洁护理产品	34

1. 中国家庭清洁护理行业：稳定增长，前景可期

家庭清洁护理产品包括衣物清洁护理产品、个人清洁护理产品和家居清洁护理产品。根据蓝月亮招股书，衣物清洁护理产品按产品功能可分为两大类，即洗衣剂产品及洗衣助剂。洗衣剂产品是适用于衣物洗涤的清洁剂，通常有洗衣液、洗衣粉及洗衣皂的形式。洗衣助剂是可以促进清洁过程的洗衣产品，包括衣物柔软剂、衣物调节剂及衣物增白剂。个人清洁护理产品按产品的形式可分为香皂和洗手液。家居清洁护理产品按其应用方式可分为三个主要类型，即一般家居护理、厨房清洁护理及厕所清洁护理产品。

图表 1 家庭清洁护理产品结构



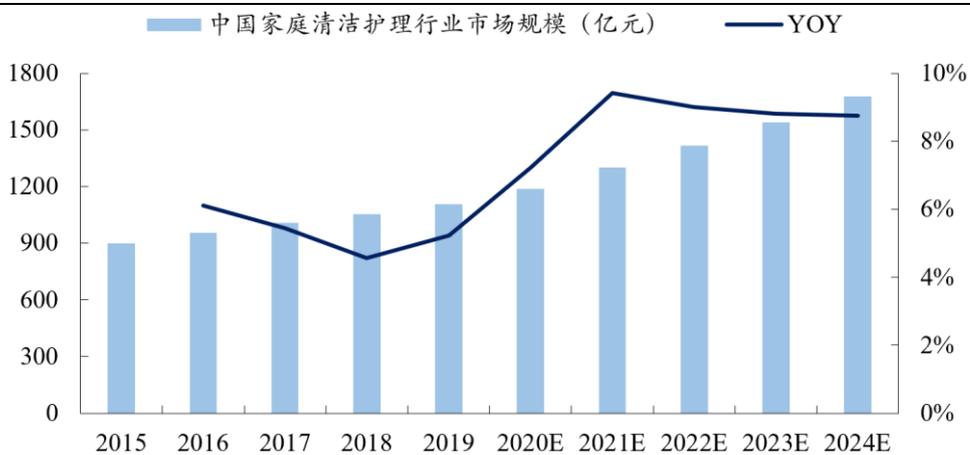
资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

1.1 家清行业市场规模稳定增长，人均支出仍有较强增长潜力

中国家庭清洁护理行业增速超世界平均水平，未来仍有望保持快于全球的平均增速。根据弗若斯特沙利文报告，中国家庭清洁护理行业的市场规模由 2015 年的 900 亿元增至 2019 年的 1108 亿元，年复合增长率为 5.3%，高于同期全球家庭清洁护理行业 2.5% 的年复合增长率。而国内家庭清洁护理的占全球的份额也从 2015 年的 10.6% 提升到

2019 年的 11.8%。受中国消费者的健康卫生意识不断增强以及生活水平提高的推动，预计 2024 年中国家庭清洁护理行业的市场规模将达到 1677 亿元，在全球的占比也将提升到 15.2%。

图表 2 中国家庭清洁护理行业市场规模及同比



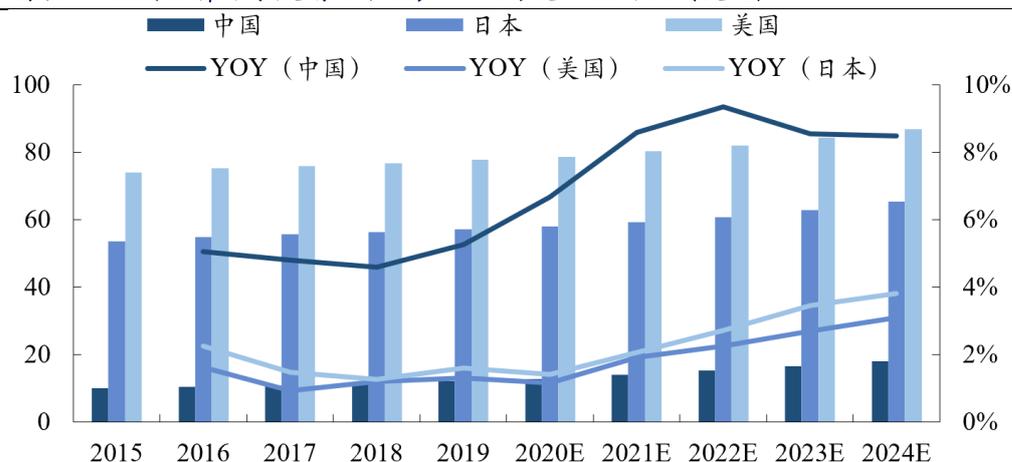
资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 3 全球各区域家庭清洁护理行业市场规模占比

在全球的占比	2015	2019	2024 (估计)
北美	22.9%	22.1%	21.1%
欧洲	28.3%	26.5%	23.3%
亚太地区 (中国除外)	17.4%	18.5%	18.8%
中国	10.6%	11.8%	15.2%
世界其他地区	20.8%	21.1%	21.6%

资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

中国家庭清洁护理产品人均支出的增长潜力较强。中国家庭清洁护理产品的人均支出由 2015 年的 9.9 美元增至 2019 年的 12.0 美元，年复合增长率为 4.8%。2019 年，美国和日本家庭清洁护理产品的人均支出分别为 77.8 美元和 57.2 美元，中国家庭清洁护理产品的人均支出与美日等国仍存在较大差距，但增速高于美国和日本，增长潜力较强，根据弗若斯特沙利文报告，预计到 2024 年，中国家庭清洁护理产品的人均支出将达到 17.9 美元，但仍与美国和日本的 86.8 美元与 65.3 美元有很大差距。

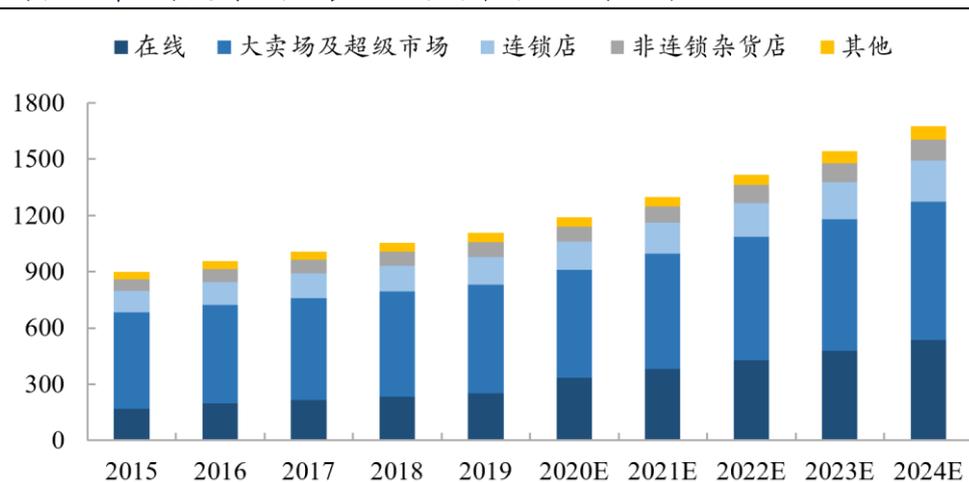
图表 4 主要经济体家庭清洁护理产品人均支出及同比（美元）


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

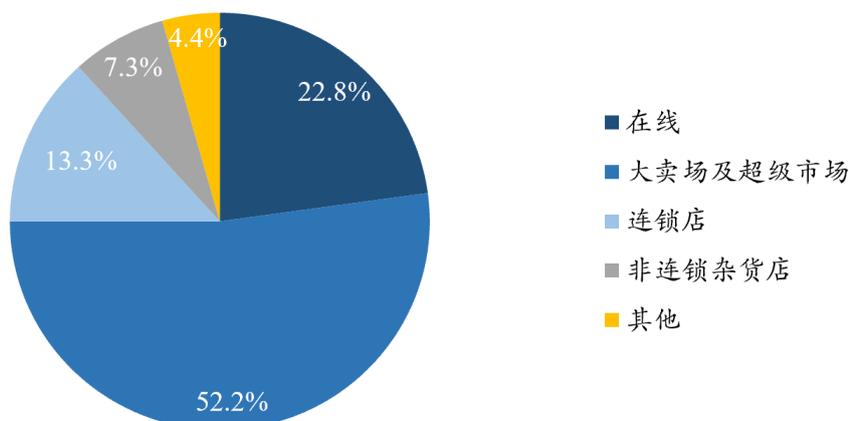
1.2 线上渠道市场规模成长最快，衣物清洁护理产品销售占比最大

线上渠道是中国家庭清洁护理产品增长最快的渠道，但线下渠道仍是体量最大的消费渠道。受益于近年来国内线上购物消费习惯的迅速形成，2015-2019年，中国家庭清洁护理产品线上渠道的市场规模从169亿元增长至253亿元，年复合增长率为10.6%，占比也从18.8%提升到22.8%，是成长最快的销售渠道。

2019年，在线、大卖场及超级市场、连锁店、非连锁杂货店等渠道的销售占比分别为22.8%/52.2%/13.3%/7.3%，从体量来看，线下卖场依然是家清产品最大的销售渠道。

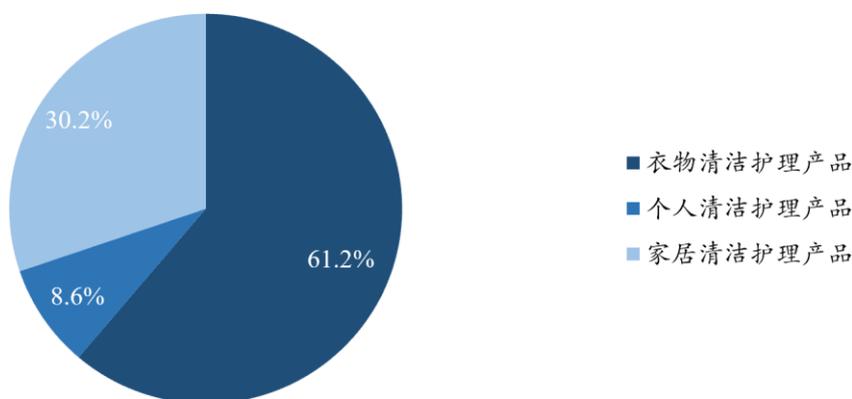
图表 5 中国家庭清洁护理产品各渠道市场规模（亿元）


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 6 2019 年中国家庭清洁护理产品各渠道占比


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

而具体来看三个主要的家清产品类比，衣物清洁护理产品的销售占比最大。2019 年，中国衣物清洁护理、个人清洁护理产品及家居清洁护理产品的市场规模分别为 678/95/335 亿元，占比分别为 61.2%/8.6%/30.2%。

图表 7 2019 年中国家庭清洁护理市场各产品市场份额占比


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

2. “液”产品逐步渗透中国家庭清洁护理市场

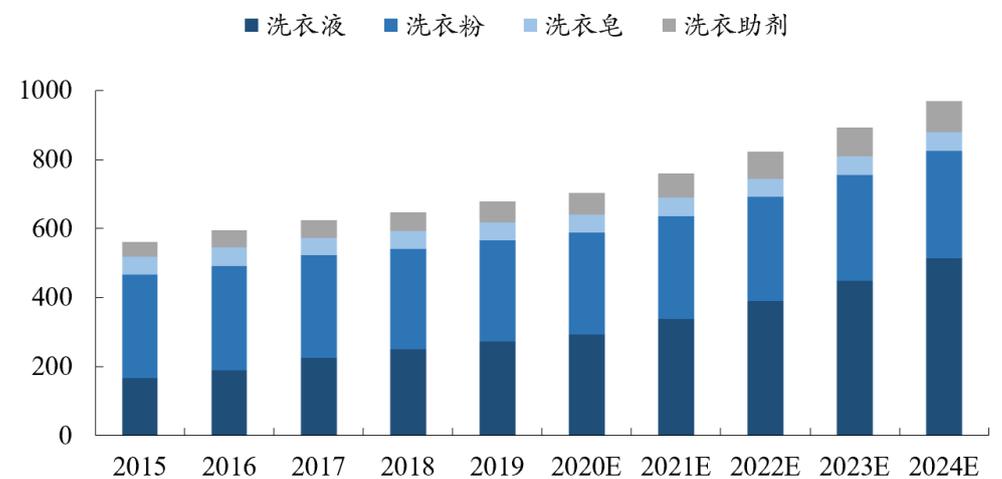
分产品来看中国家庭清洁护理市场，衣物清洁护理产品中洗衣液逐渐替代洗衣粉，个人清洁护理产品中洗手液逐渐替代香皂，“液”产品的渗透率不断提升。

2.1 衣物清洁护理市场规模稳定增长，洗衣液替代洗衣粉

中国衣物清洁护理市场规模不断扩张，洗衣液、洗衣粉份额最大。中国衣物清洁护理产品市场规模从 2015 年的 563 亿元增至 2019 年的 678 亿元，年复合增长率 4.8%，根

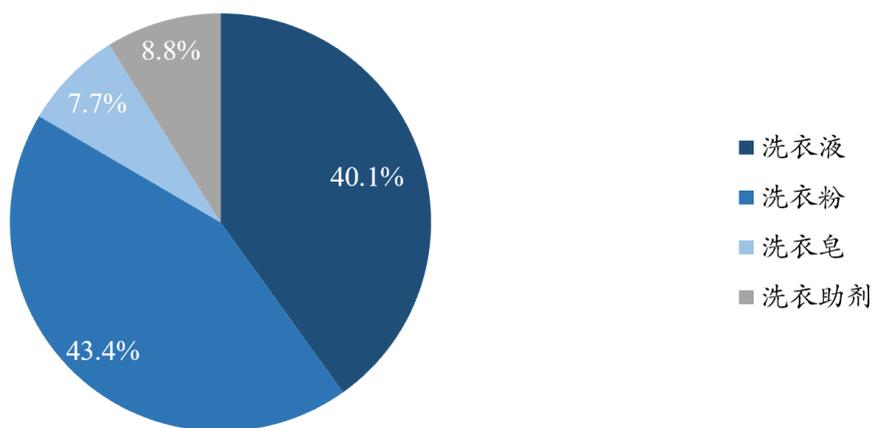
据弗若斯特沙利文报告，中国衣物清洁护理市场有望继续以 7.4% 的年复合增长率由 2019 年的 678 亿元增至 2024 年的人民币 971 亿元。2019 年，洗衣液、洗衣粉市场份额占比分别 40.1% 和 43.4%，是中国衣物清洁护理市场最大的两类产品。

图表 8 衣物清洁护理产品的市场份额（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 9 2019 年各类衣物清洁护理产品市场份额占比

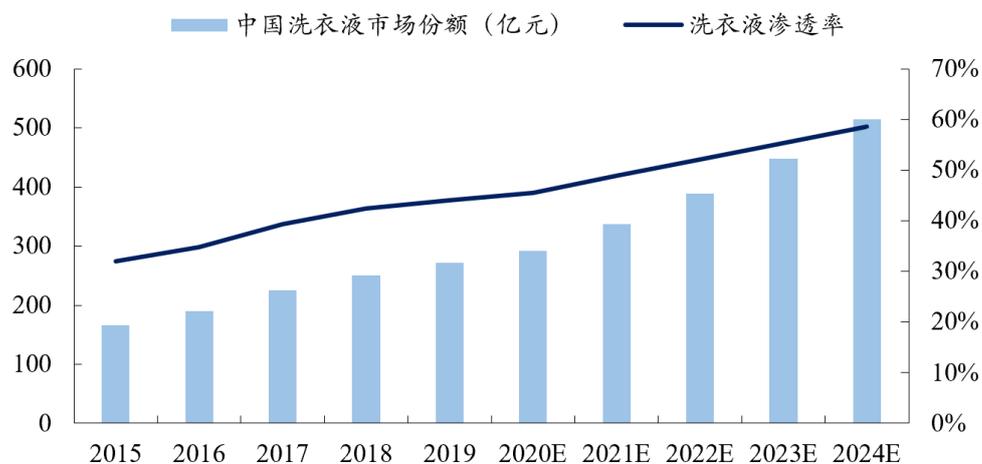


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

由于洗衣液便利性较强且洗后问题较少，洗衣粉逐渐被其替代。2015-2019 年，洗衣液以 13.1% 的年复合增长率从 166 亿元增至 272 亿元，而洗衣粉以 -0.6% 的年复合增长率从 301 亿元降至 294 亿元，洗衣粉逐渐被洗衣液替代。截至 2019 年，洗衣液在中国的渗透率为 44.0%，远低于日本的 79.5% 及美国的 91.4%，中国市场的洗衣液仍有很大替代洗衣粉的空间。

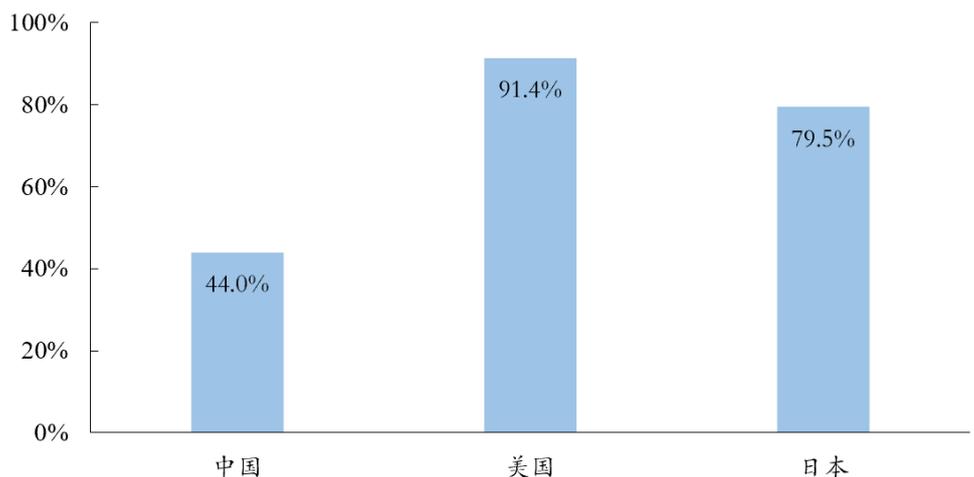
根据弗若斯特沙利文报告的预测，洗衣液市场份额将以 13.6% 的年复合增长率从 2019 年的 272 亿元增长到 2024 年的 515 亿元，渗透率也将提升至 58.6%。

图表 10 中国洗衣液的市场规模及其渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 11 主要经济体的洗衣液渗透率 (2019)



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

在线零售渠道增长最快，其他渠道同样可观。2015-2019 年**在线零售渠道**以 18.8% 的年复合增长率从 44 亿元增至 210 亿元，**是中国洗衣液市场增长最快的渠道**，且预计在 2019-2024 年该渠道仍将以 18.9% 的年复合增长率持续保持较高增长速度。

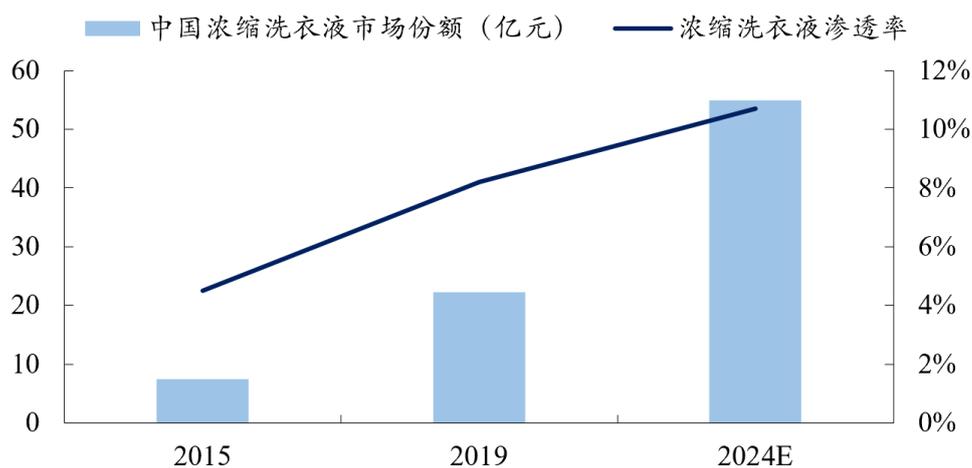
2015-2019 年，大卖场及超级市场、连锁店、非连锁杂货店零售渠道的年复合增长率为 9.1%/14.4%/15.3%，增速同样可观，洗衣液渗透率有望快速提升。

图表 12 中国洗衣液市场各零售渠道的市场规模 (亿元)


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

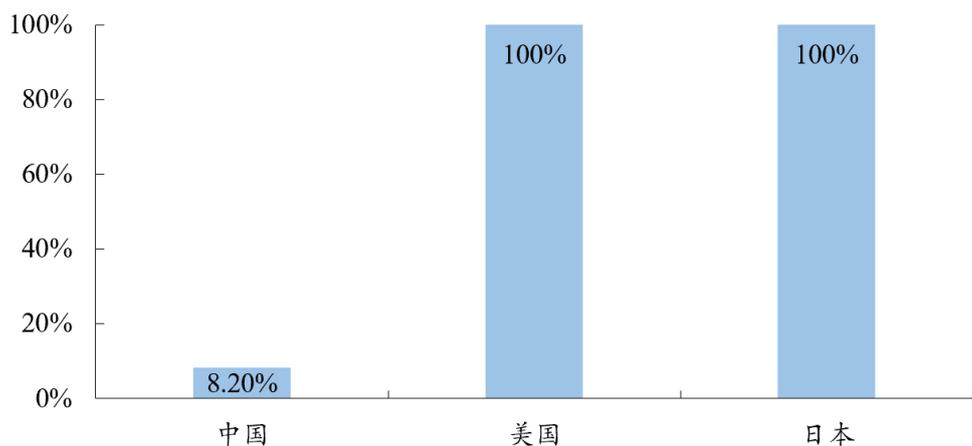
浓缩洗衣液的渗透率不断提高，增长空间巨大。与标准洗衣液相比，浓缩洗衣液的表面活性剂含量较高，超过 25%，其清洁效果更佳且便利性较强，越来越受到消费者的偏爱。2015-2019 年，浓缩洗衣液的市场份额由 7.5 亿元增长至 22.3 亿元，年复合增长率 31.3%。

2019 年浓缩洗衣液在中国的渗透率为 8.2%，而美国和日本浓缩洗衣液的渗透率已达到 100%。预计自 2019 年起，中国浓缩洗衣液的市场份额将以 19.7% 的年复合增长率增长至 2024 的 54.9 亿元。

图表 13 中国浓缩洗衣液的市场份额及渗透率


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 14 2019 年主要经济体浓缩洗衣液渗透率

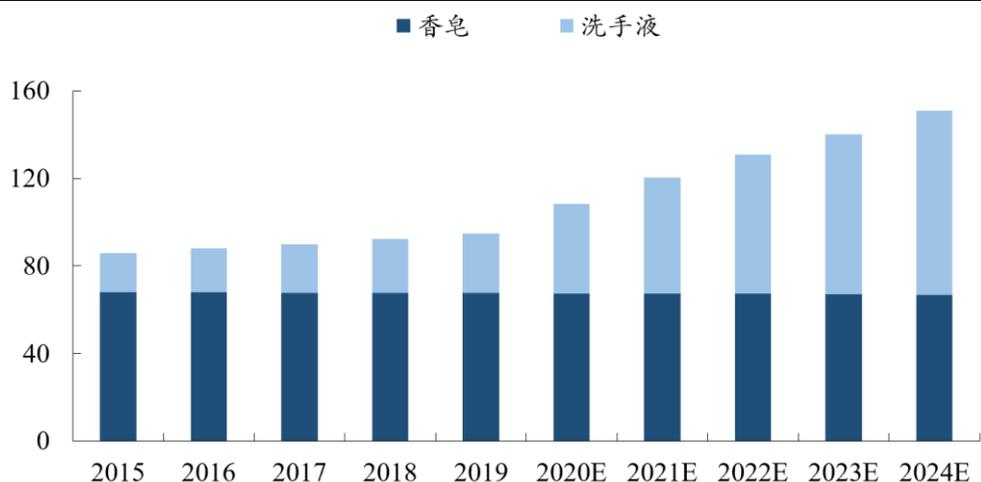


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

2.2 个人清洁护理市场稳步增长，洗手液渗透率不断提升

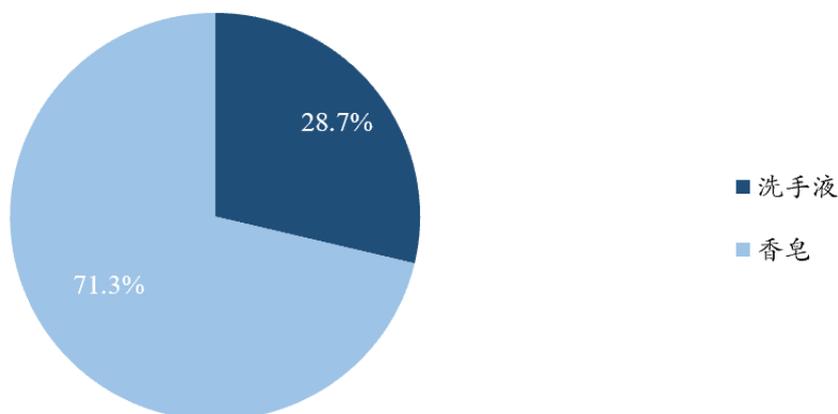
全国性卫生事件的出现将促使中国消费者个人健康及卫生意识的大幅提高，带动了个人清洁护理产品需求的提升。2015-2019 年，中国个人清洁护理产品的市场规模由 86 亿元增至 95 亿元，年复合增长率为 2.5%，根据弗若斯特沙利文报告，预计该市场将自 2019 年起将以 9.8% 的年复合增长率增长到 2024 年的 151 亿元。

图表 15 中国个人清洁护理市场规模 (亿元)



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 16 2019 年中国个人清洁护理产品市场份额占比

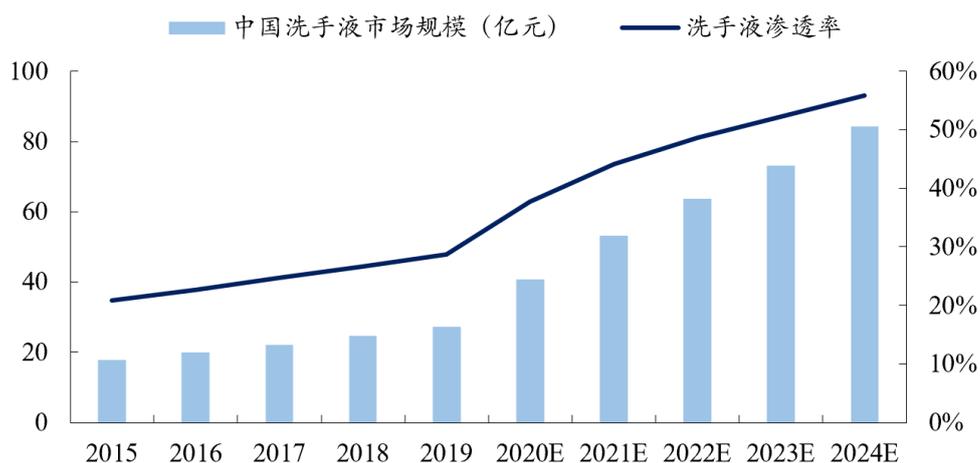


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

洗手液增速明显，香皂使用量有所下降。相比香皂，洗手液产生的皮肤刺激更少且感染风险更低。受个人清洁护理意识提高及消费升级趋势驱动的影响，中国洗手液市场规模由 2015 年的 18 亿元增加至 2019 年的 27 亿元，年复合增长率为 11.0%，香皂的市场规模在该期间以复合年均 0.2% 的比率下降。

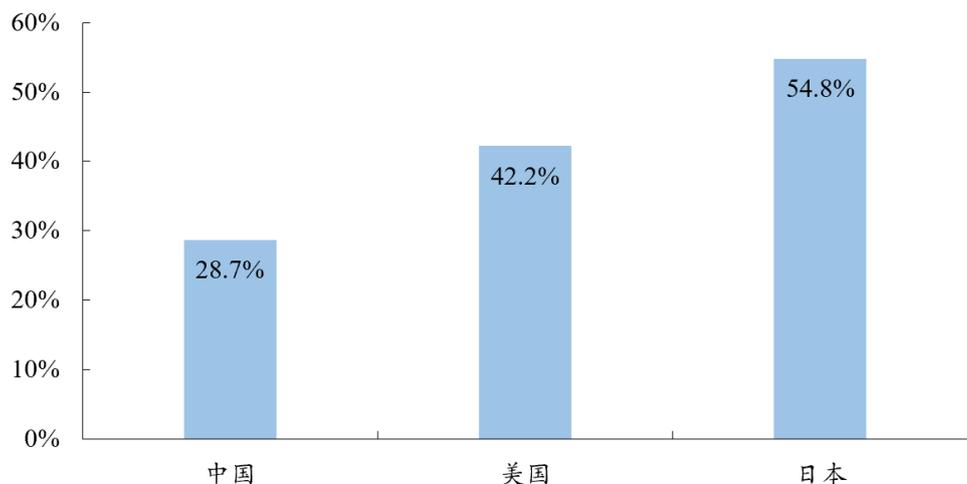
2015-2019 年，洗手液的渗透率从 20.9% 提升到 28.7%，但与美国 54.8%、日本 42.2% 的渗透率相比仍有很大提升空间。根据弗若斯特沙利文报告，中国洗手液市场规模自 2019 年起将继续以 25.3% 的年复合增长率增长到 2024 年的 84 亿元，渗透率也将随之提升到 55.8%。预计 2020 年爆发的新冠疫情将再次促使消费者卫生意识的快速提升。

图表 17 中国洗手液市场规模及渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 18 2019 年主要经济体洗手液渗透率



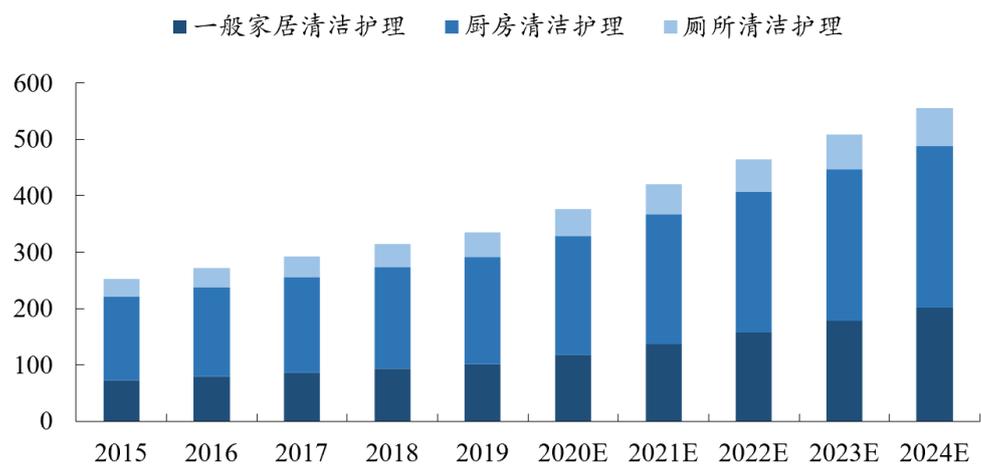
资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

2.3 家居清洁护理市场快速扩张，厨房清洁护理占比最高

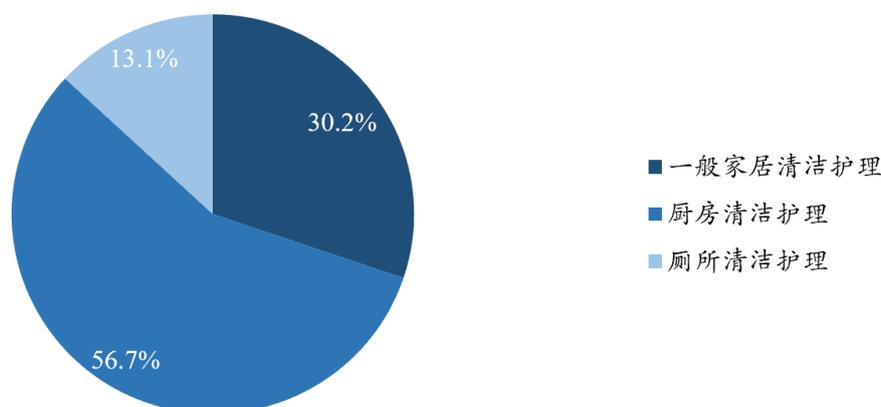
2019 年，中国家居清洁护理的市场规模达到 335 亿元，其中厨房清洁护理产品占比 56.7%。2015-2019 年，中国家居清洁护理的市场规模由 252 亿元增加至 335 亿元，年复合增长率为 7.4%，并预期自 2019 年起将继续以 10.6% 的年复合增长率增长至 2024 年的 555 亿元。

2019 年，在中国家居清洁护理产品市场中，一般家居护理、厨房清洁护理、厕所清洁护理产品的市场份额占比分别为 30.2%/56.7%/13.1%，厨房清洁护理产品的占比最高。

图表 19 中国家居清洁护理产品市场份额（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 20 2019 年中国家居清洁护理产品市场份额占比


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

3. 蓝月亮：中国“液”时代的领跑者

蓝月亮是中国洗衣“液”时代的推动者和领跑者。公司不仅拥有丰富的产品矩阵，还有着强大的盈利能力。蓝月亮洗衣液连续 11 年（2009-2019）、洗手液连续 8 年（2012-2019）行业市场综合占有率第一；蓝月亮洗衣液、洗手液品牌力指数连续 10 年（2011-2020）第一。

3.1 开创洗衣“液”时代，全套家居清洁方案提供者

蓝月亮品牌诞生于 1992 年，旗下拥有衣物清洁护理、个人清洁护理和家居清洁护理三大系列共 77 个品种的产品。

1992 年，道明公司（罗先生为创办人之一）推出首款“蓝月亮”品牌产品——蓝月亮强力型油污克星。

1994 年，罗先生及罗先生的父亲罗文贵先生在中国成立广州蓝月亮公司，以从道明公司接管“蓝月亮”品牌清洁产品业务。自 1994 年开始，潘女士一直是公司的主要技术顾问之一，直至其于 2003 年获正式任命为公司的首席技术官。

2000 年，透明包装的蓝月亮抑菌型洗手液开始销售，是首款在中国推出的“蓝月亮”品牌个人护理卫生产品。

2008 年，蓝月亮率先向全国推广洗衣液，开创中国洗衣“液”时代。2011 年，蓝月亮推出手洗专用洗衣液，藉此推出专品专用的清洁概念。

2015 年，蓝月亮突破技术难关，推出国内首款计量式泵头装「浓缩+」洗衣液——机

洗至尊，推动行业浓缩升级。2018年，至尊生物科技洗衣液面世。

2019年，公司推出天露餐具果蔬洁净精华、油污克星泡沫型、卫诺除霉去渍剂、净享微米泡沫氨基酸洗手露四款新品，期望为消费者解决家居清洁难题。根据公司官网，蓝月亮洗衣液连续11年（2009-2019）、洗手液连续8年（2012-2019）行业市场综合占有率第一；蓝月亮洗衣液、洗手液品牌力指数连续10年（2011-2020）第一。

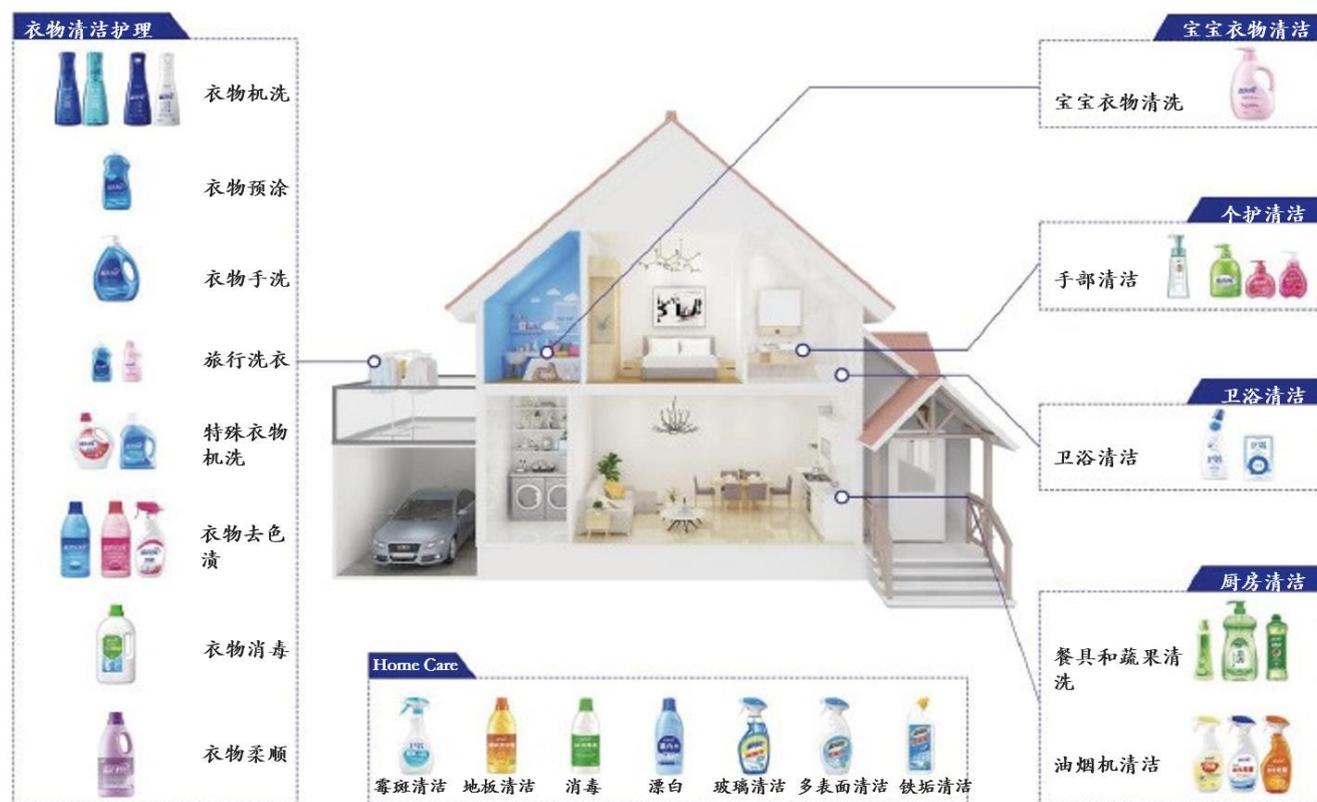
图表 21 蓝月亮发展历程



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

经过多年的研发创新，围绕个人、衣物、家居三个方面，蓝月亮已具备为消费者提供全套家居清洁方案的能力。主要产品涵盖了衣物机洗、衣物手洗、衣物柔顺、宝宝衣物清洗、衣物清洗、手部清洁、卫浴清洁、餐具和蔬果清洗、油烟机清洁、地板清洁等。

图表 22 蓝月亮全套家居清洁方案



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

3.2 创始人及管理团队长期陪伴公司发展，产业背景深厚

公司的创始人及管理团队拥有丰富的产业经验、专业专注。其中，蓝月亮品牌是由公司首席执行官罗先生于1992年创立。罗先生毕业于武汉大学，获得有机化学学士学位与中国科学院有机化学硕士学位，并于1993年1月被认定为化学工程师。他于1994年1月加入蓝月亮集团并担任董事，此后一直担任集团首席执行官。于2020年6月调任为执行董事，主要负责集团的战略规划及整体管理。罗先生在家庭清洁护理行业拥有逾30年经验。

罗先生的妻子潘女士担任公司董事会主席、执行董事兼首席技术官，一直致力于协助制订企业战略。潘女士毕业于中国武汉大学，获得有机化学学士学位与有机化学硕士学位，2001年获得美国劳伦斯理工大学工商管理硕士学位。潘女士在华南师范大学化学学院有机化学研究所任职教师长达十年，其后于1997年8月加入蓝月亮集团，担任首席技术官。自1997年11月以来，潘女士一直担任蓝月亮集团的董事，并于2020年6月调任为执行董事。

此外，公司的高级管理团队平均拥有超过20年的行业经验，并在公司工作超过14年。公司的核心研发团队也平均拥有约九年家庭清洁护理行业的相关经验。

图表 23 蓝月亮董事履历

姓名	年龄	职位	加入本集团时间	主要职责	个人履历
潘东	55岁	董事会主席、执行董事兼首席技术官	1997年8月	负责本集团的技术发展	毕业于中国武汉大学，获得有机化学学士学位与有机化学硕士学位，2001年获得美国劳伦斯理工大学工商管理硕士学位。于1987年7月至1997年7月在华南师范大学化学学院有机化学研究所任职教师，自1997年11月以来一直担任蓝月亮集团的董事。
罗秋平	56岁	执行董事兼首席技术官	1994年11月	负责本集团的战略规划及整体管理	毕业于武汉大学，获得有机化学学士学位与中国科学院有机化学硕士学位。于1993年1月被认定为化学工程师，自1994年12月以来一直担任蓝月亮集团首席执行官，在家庭清洁护理行业拥有逾30年经验。
罗东	47岁	执行董事兼首席供应官	2005年12月	负责本集团的供应链管理	1993年7月毕业于北京服装学院。1995年12月至2002年11月，于广州蓝月亮公司先后担任化验室主任、质检科长、技术质量部助理经理及成品部经理。自2007年7月起担任集团董事，于蓝月亮品牌产品的营运、采购和制造管理方面拥有25年经验。
潘国梁	41岁	执行董事、首席财务官兼公司秘书	2008年5月	负责本集团的财务账目及财务事项管理	毕业于香港大学，获得会计及财务专业工商管理学士学位与清华大学法学院的法学学士学位。自2005年11月在毕马威会计师事务所担任助理经理，于2006年9月至2007年10月在中信嘉华银行股份有限公司企业银行担任管理职位。
肖海珊	44岁	执行董事兼首席营运官	2011年2月	负责本集团的营运及人力资源管理	毕业于武汉大学，2007年6月获得浙江大学工商管理硕士学位。2011年2月至2017年6月，先后于蓝月亮集团担任首席执行官助理、本集团运营总监及人力资源中心总监。
曹伟	42岁	非执行董事	2020年6月	负责参与本集团重要事务的决策	毕业于清华大学，于金融及投资管理方面拥有逾10年经验。目前为高瓴雅礼的合伙人，主要负责消费者及零售领域的私募股权投资。自2017年11月起亦获委任为良品铺子股份有限公司董事，自2017年12月起担任人民网股份有限公司独立非执行董事，及自2017年12月起担任公牛集团股份有限公司董事。
Bruno Robert MERCIER	60岁	独立非执行董事	2020年6月	负责监督董事会及向董事会提供独立判断	在麦肯锡咨询公司担任三年业务经理。2011年7月至2017年7月，先后担任高鑫的首席执行官兼执行董事、董事会高级顾问。在商业咨询服务领域拥有丰富经验，为多家公司提供行业建议及发展策略。
颜文玲	55岁	独立非执行董事	2020年6月	负责监督董事会及向董事会提供独立判断	毕业于史丹佛大学，获工业工程及工程管理理学学士学位，于公营及私营企业的财务及企业管理、管治及业务发展拥有丰富经验。自于2018年10月，获委任为微蓝保险有限公司独立非执行董事。此外，兼任腾讯音乐娱乐集团独立非执行董事，担任审计委员会主席。
胡野碧	57岁	独立非执行董事	2020年6月	负责监督董事会及向董事会提供独立判断	获北京理工大学管理工程专业研究生证书与荷兰国际管理学院工商管理硕士学位。在证券、金融服务以及并购领域拥有逾20年经验，担任多家上市公司执行董事或独立非执行董事。

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 24 蓝月亮的高级管理层履历

姓名	年龄	职位	获委任为高级管理层日期	加入本集团时间	角色及职责	个人履历
刘志强	38岁	电商中心总经理	2016年7月1日	2006年7月	负责本集团电商业务的营运及发展	刘先生毕业于武汉大学。于2009年12月至2014年2月，先后担任媒介主任、媒介经理及传播中心总监等多个职务。获委任为电商中心总经理之前，2014年3月至2016年6月担任市场部总监。
陈明亮	43岁	经销中心总经理	2012年10月1日	2005年12月	负责本集团销售渠道的营运及发展	陈先生毕业于黑龙江商学院。于2005年12月至2007年4月，担任集团的区域经理。其后于2007年5月晋升为全国大客户经理，2008年晋升为全国销售总监，2011年1月至2017年4月亦担任蓝月亮中国总经理。
郑翔龙	42岁	研发技术中心总经理	2018年1月1日	2005年7月	负责本集团产品的技术开发及创新	郑先生获清华大学化学工程与工艺学士学位与清华大学化学工程与技术硕士及博士学位。2005年7月起担任蓝月亮集团研发工程师，2010年至2015年担任研发经理，其后担任开发部经理。
林尚鹏	56岁	蓝月亮洗涤剂研究院院长	2015年6月18日	2005年12月	负责本集团专业清洁技术的研究与创新	林先生毕业于中山大学，获得化学学士学位及分析化学硕士学位。于1997年10月至2003年11月担任广州蓝月亮公司开发部工程师，其后担任开发部经理。除参与本集团事务外，林先生亦积极参与多个清洁行业协会。
闵建华	37岁	产品中心总经理	2013年5月1日	2007年1月	负责本集团品牌及产品线的规划及开发	闵先生毕业于长江大学。于2007年1月至2010年10月，曾先后担任地区贸易市场专员、城市规划团队组长及产品专员等多个职务。其后于2010年11月至2013年4月担任市场部产品经理。
曾立群	38岁	传播中心总经理	2018年8月1日	2018年8月	负责本集团的传播及公共关系	曾先生获北京商业管理干部学院企业管理大专学位与香港大学整合营销传播专业研究生文凭，在产品品牌及营销方面拥有逾17年经验。2018年8月1日获委任为蓝月亮集团传播中心总经理。
徐玉玲	58岁	公共事务部总经理	2015年12月1日	2005年12月	负责本集团的公司及法律事务	徐女士于毕业于广州市广播电视大学党政干部专修科。彼于1995年3月至1998年12月担任蓝月亮人事行政部经理，于1999年1月至2005年12月担任销售部副经理，2005年12月至2008年12月担任销售部副经理。其后于2009年1月至2015年11月担任总经理办公室主任。徐女士亦积极参与多个促进商业及技术发展的协会。

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

3.3 全国产能布局有序扩充，原材料成本是最主要的销售成本

蓝月亮在广州、天津、昆山及重庆共有4个生产基地，且公司的生产线产能利用率超过行业平均产能利用率。公司计划通过此轮融资，动用部分募集资金推进现有四个生产基地的产能扩充和新建华中生产基地。

根据招股书，此次四地产能的扩充预计将于2023年结束。完成目前的产能扩充计划时，蓝月亮的衣物清洁护理、个人清洁护理及家居清洁护理产品获得的预期产能分配将分别约为166万吨、32万吨及38万吨。

此外，募集资金还将用于在湖北省或河南省设立一间新工厂，以增强公司在华中的地理覆盖范围。该项目预计于2022年下半年开始建设，2025年下半年竣工，预期产能为15万吨。

图表 25 蓝月亮的现有产能布局 (2019 年末)


资料来源: 蓝月亮招股书, 华安证券研究所

图表 26 蓝月亮的四大生产基地扩充计划

位置	项目开始及竣工时间	说明
广州	2017年至2023年	新生产设施及存储设施, 包括七幢建筑面积约为53,000平方米的新楼宇
天津	2022年至2023年	翻新现有生产设施
昆山	2019年至2023年	新存储设施, 包括三幢建筑面积约为24,000平方米的新楼宇
重庆	2020年至2023年	新生产设施及存储设施, 包括六幢建筑面积约为52,000平方米的新楼宇

资料来源: 蓝月亮招股书, 华安证券研究所

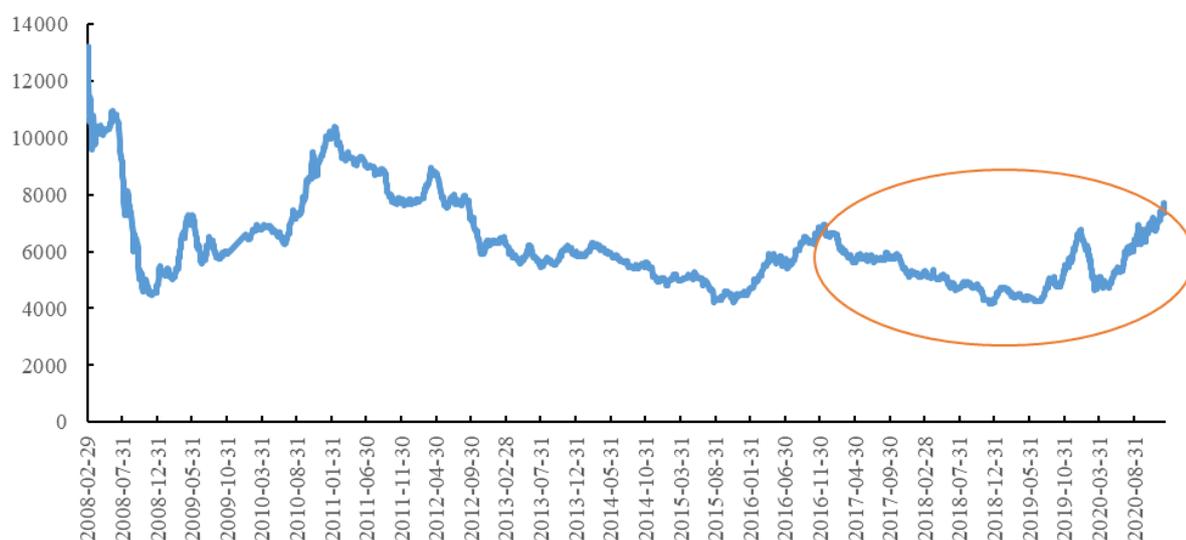
原材料采购方面, 公司通常通过集中采购中心采购原材料。集采中心监督整个采购过程, 大部分原材料能够在国内获得, 且一般采取就近采购。2017-2019年, 公司前五大供应商的总采购额分别占公司总采购额的41.5%、30.6%及35.1%。

2017-2019年, 蓝月亮的原材料成本分别占销售成本总额的79.5%、90.6%及81.5%。原材料主要包括化学品及包装材料。同一时期, 化学品成本分别占公司销售成本总额的48.2%、49.3%及44.5%; 而包装材料的成本分别占公司销售成本总额的31.3%、41.3%及37.0%。对于家清行业来说, 棕榈油是主要化学品之一, 而低密度聚乙烯是主要包装材料之一。

自2017年至2019年下半年, 棕榈油的平均市价一直缓步下行, 2020年前四个月骤跌但此后又一路向上。自2017年至2020年中, 低密度聚乙烯的价格走势持续向下, 2020年6月开始, 价格触底反弹。受原材料价格下跌的影响, 蓝月亮2017年至2019年的

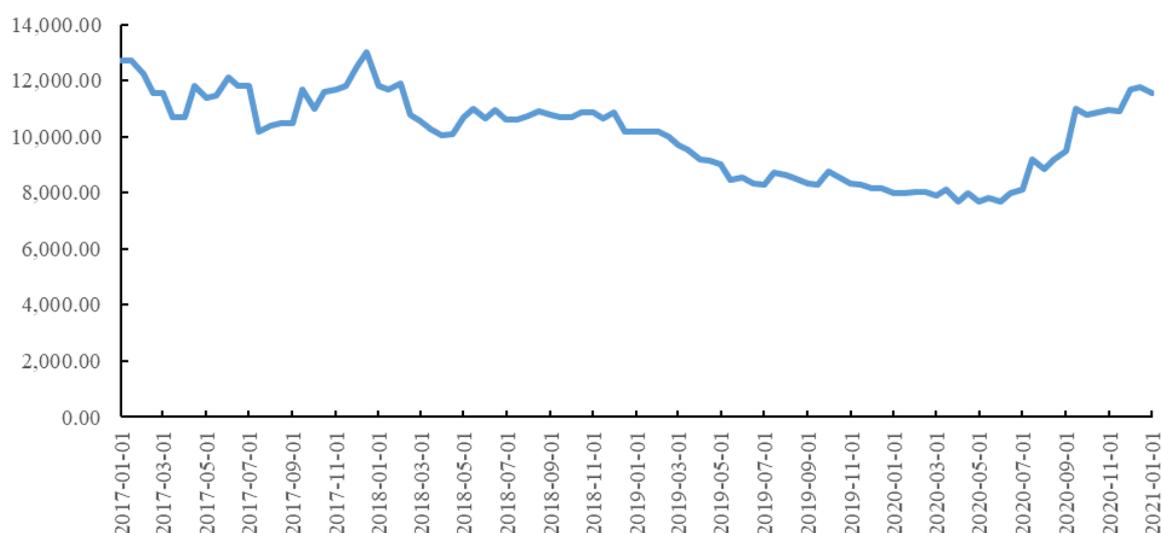
毛利率呈明显上升的趋势。

图表 27 棕榈油的价格走势 (2008-至今) (元/吨)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 28 低密度聚乙烯的价格走势 (2017-至今) (元/吨)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

根据公司招股说明书中显示的原材料价格敏感分析,若化学品或包装材料价格分别波动 1%/5%/10%,则对应 2017-2019 除所得税前利润将相应变动 1000 万/5000 万/1 亿港币左右。公司 2017-2019 年的税前利润分别为 1.13/7.02/14.75 亿港币。因此,随着公司规模的增长,原材料价格波动对整体盈利能力的影响将趋于平缓。

图表 29 原材料价格敏感性分析 (2017-2019)

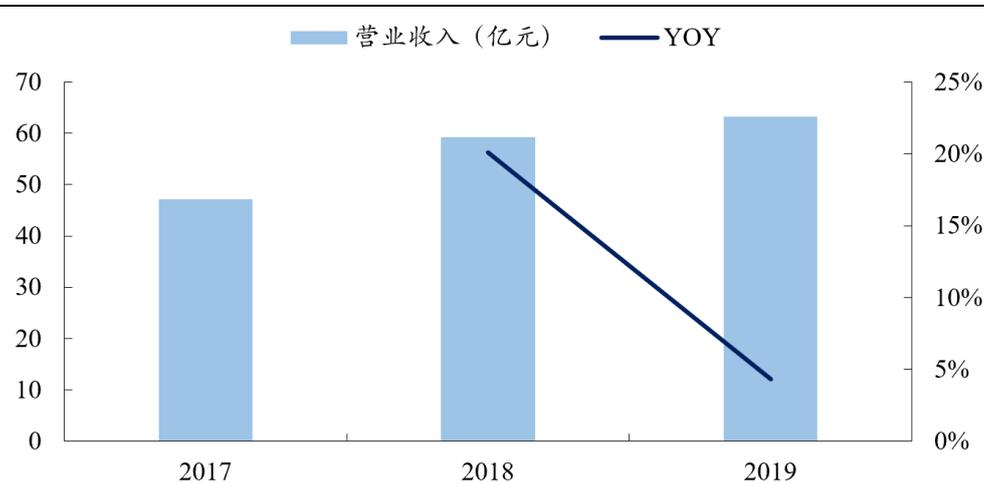
化学品成本敏感分析 (万港币)			
化学品成本增加/减少:	增加/减少1%	增加/减少5%	增加/减少10%
除所得税前利润之相应变动			
2017年	-/+1270	-/+6349	-/+12698
2018年	-/+1420	-/+7100	-/+14201
2019年	-/+1124	-/+5621	-/+11241
包装材料成本敏感分析 (万港币)			
包装材料成本增加/减少:	增加/减少1%	增加/减少5%	增加/减少10%
除所得税前利润之相应变动			
2017年	-/+827	-/+4133	-/+8266
2018年	-/+1191	-/+5955	-/+11911
2019年	-/+935	-/+4677	-/+9354

资料来源: 蓝月亮招股书, 华安证券研究所

3.4 成长速度领先行业平均水平, 盈利能力持续提升

公司的营收增速高于行业平均水平, 衣物清洁护理产品的收入贡献最大。蓝月亮的营业收入从 2017 年的 47.11 亿元增长至 2019 年的 63.25 亿元, 年复合增长率为 15.9%, 高于同期中国家庭清洁护理行业 4.9% 的年复合增长率。

图表 30 蓝月亮营业收入及同比



资料来源: 蓝月亮招股书, 华安证券研究所

分品类来看, 2019 年蓝月亮衣物清洁护理产品、个人清洁护理产品、家居清洁护理产品收入占比分别为 87.6%/5.9%/6.5%, 近三年该收入比例相对稳定。

但 2020 年上半年, 疫情进一步激发了消费者卫生意识的增强, 当期的个人清洁护理产品和家居清洁护理产品的销售占比较往年有显著提升, 分别占 2020 年上半年收入占比

的 19.1%和 11.9%。卫生事件往往对消费者的卫生意识培养带来深远的影响，预计未来个人清洁护理产品和家居清洁护理产品的渗透率将加速提升，未来蓝月亮的这两大产品品类的销售占比也有望持续提升。

图表 31 蓝月亮各产品占比

收入占比	2017	2018	2019	2020H
衣物清洁护理产品	87.4%	87.4%	87.6%	69.0%
个人清洁护理产品	5.8%	6.1%	5.9%	19.1%
家居清洁护理产品	6.8%	6.5%	6.5%	11.9%

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

公司整体盈利能力显著提升，衣物清洁护理产品毛利率增长最快。蓝月亮的净利润从 2017 年的 0.72 亿元增长至 2019 年的 9.67 亿元，年复合增长率为 266.4%。

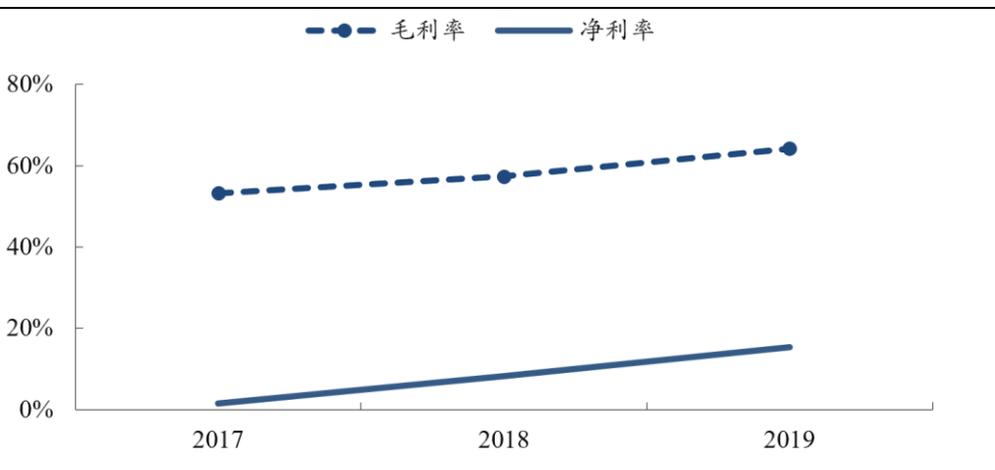
图表 32 蓝月亮净利润及同比增速 (2017-2019)



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

2017-2019 年，蓝月亮的净利率从 1.5%提升到 15.3%，毛利率从 53.2%提升到 64.2%，主要是受益于原材料棕榈油和低密度聚乙烯等的价格下降以及生产效率的提升。

图表 33 蓝月亮的毛利率和净利率 (2017-2019)



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

分品类来看，三大产品品类的毛利率均有显著提升。衣物清洁护理产品、个人清洁护理产品、家居清洁护理产品的毛利率分别从2017年的51.7%/63.6%/62.9%提升至2020年上半年的61.4%/68.2%/72.4%。

图表 34 蓝月亮各产品毛利率（2017-2019）

毛利率	2017	2018	2019	2020H
衣物清洁护理产品	51.7%	56.6%	63.9%	61.4%
个人清洁护理产品	63.6%	64.3%	65.0%	68.2%
家居清洁护理产品	62.9%	62.7%	66.6%	72.4%

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

4. 蓝月亮：品牌抢占消费者心智，挖掘更深渠道和产品潜力

蓝月亮借助行业内独特的知识营销理念、全渠道的销售策略、两级仓储系统及先进技术，不断推出优质的清洁解决方案，为消费者提供优质的产品、科学的清洁方法，以及全面的客户服务。

图表 35 蓝月亮业务的主要元素



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

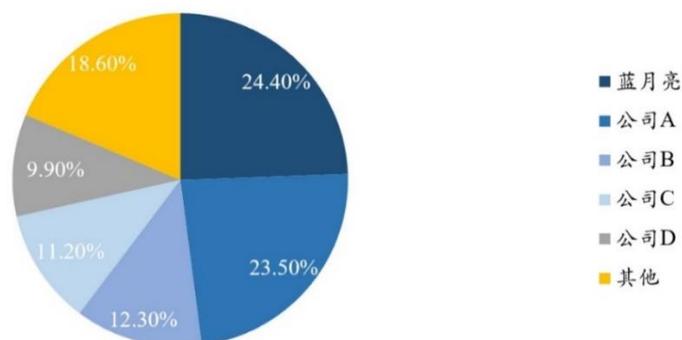
4.1 知识营销抢占消费者心智，品牌形象深入人心

2008年，在中国推出蓝月亮深层洁净护理洗衣液后，蓝月亮不断灌输和培育消费者心中“蓝月亮=洗衣液”的品牌形象，行业市场占率长期占据第一的位置。蓝月亮在中国洗衣液市场的市场份额连续11年（2009年至2019年）位居第一，在中国浓缩洗衣液市场的市场份额连续三年（2017年至2019年）排名第一，在中国洗手液市场的市场份额

连续八年（2012年至2019年）位居第一。2019年，蓝月亮在中国洗衣液市场、浓缩洗衣液市场及洗手液市场占有率分别为24.4%、27.9%及17.4%。且蓝月亮洗衣液、洗手液品牌力指数连续10年（2011-2020）第一。

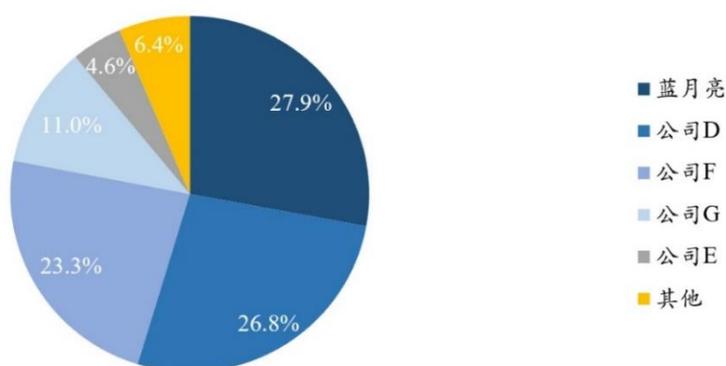
不过我们也看到，尽管公司在上述三个领域的市场份额连续多年排名第一，但2019年的数据显示，第二名的市场份额与蓝月亮相差不大。说明行业竞争仍处白热化阶段，蓝月亮仍需加强品牌形象的打造和维护，以巩固市占率第一的地位。

图表 36 2019 年中国洗衣液市场份额



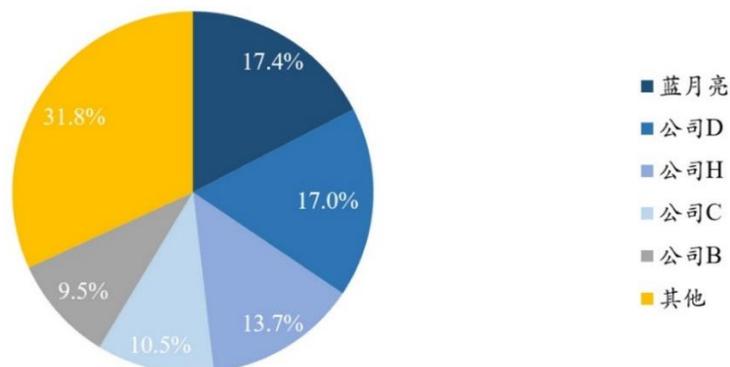
资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 37 2019 年中国浓缩洗衣液市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 38 2019 年中国洗手液市场份额



资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

在品牌营销方面，公司构建了业内独特的知识营销体系，不仅提升了消费者对蓝月亮品牌的忠诚度，也能够持续推动消费者更多使用洗衣液及浓缩产品，培育市场的同时也在消费者心中持续植入“蓝月亮=洗衣液”的品牌形象。

具体的知识营销体系主要包括以下四个方面：

- 1) 通过清洁顾问、客服人员传递家庭清洁护理知识，解答消费者的查询并收集消费者反馈。
- 2) 透过举办“洗衣大师”及“科学洗衣中国行”等特别活动，进一步向公众传递家庭清洁护理及洗涤相关知识。
- 3) 2013年至2019年，公司打造了“蓝月亮节”，包括连续七年赞助央视和湖南卫视的全国性电视节目，藉此提高品牌知名度
- 4) 通过在线直播、明星代言及微电影，实现与年轻消费群体沟通。

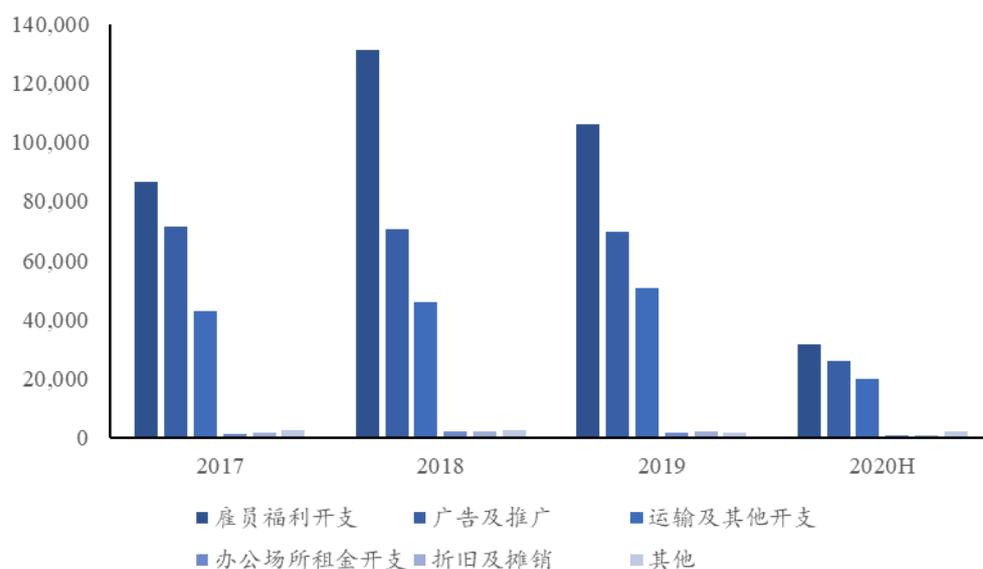
图表 39 蓝月亮的知识营销体系



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

此外，2017-2020H，公司分别使用了 7.14、7.07、7.0 以及 2.59 亿港元用于广告及推广开支，对应的广告及推广开支占总收入的百分比分别为 12.7%、10.4%、9.9%、及 10.6%。

此外，蓝月亮的销售及分销开支由 2018 年的 25.48 亿港元减少至 2019 年的 23.23 亿港元，主要是因为公司将销售人员的薪酬架构调整为更注重绩效，导致雇员福利开支减少所致。截至 2020 年 6 月 30 日，蓝月亮的营销团队共有 181 名员工。同期，公司的销售团队共有 4,582 名全职雇员、157 名兼职雇员及 458 名合约工人。此人数较 2019 年的 7305 人的销售人员数量有明显下降，主要是因为新型疫情 2020 年上半年对中国零售行业造成的负面影响，公司缩减了销售团队的员工数目，尤其是主要在直销大客户及线下分销商的零售点工作的若干清洁顾问。随着疫情的影响逐渐消退，公司计划于日后逐步增加销售团队人员数目。

图表 40 蓝月亮销售及分销开支明细 (2017-2020H) (万港币)


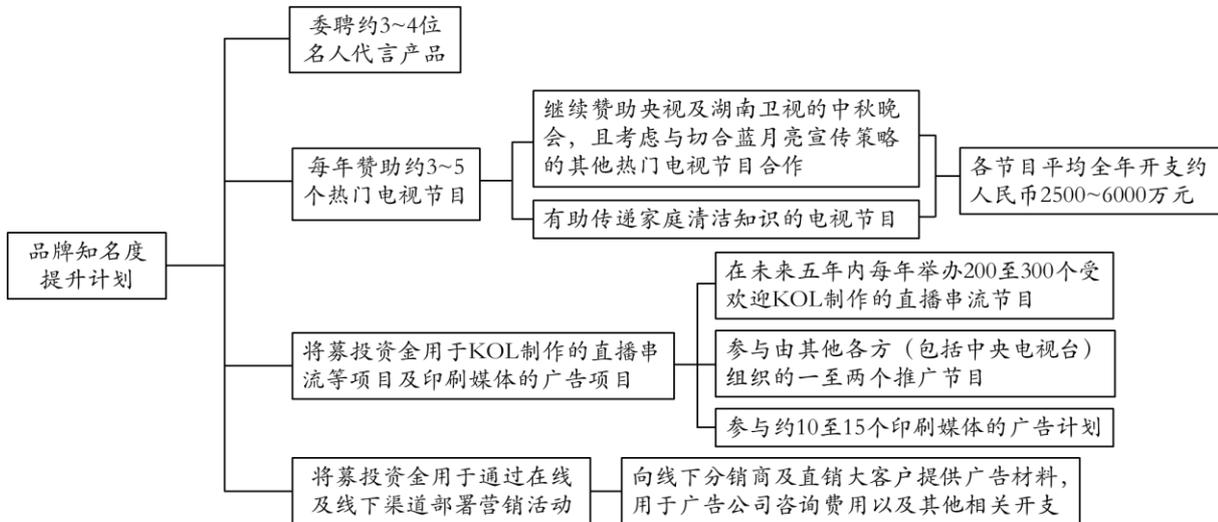
资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

此次蓝月亮上市募集资金的用途中也涉及了品牌知名度的提升计划，充分体现了公司对品牌形象的塑造以及品牌知名度扩大的重视。

具体的品牌知名度提升计划主要包括：

- 1) 计划委聘约三至四位名人代言产品；
- 2) 每年赞助约三至五个热门电视节目，包括计划继续赞助央视及湖南卫视的中秋晚会，且考虑与切合蓝月亮宣传策略的其他热门电视节目合作，包括有助传递家庭清洁知识的电视节目。根据公司以往经验，赞助的各个电视节目的平均全年开支介于约人民币 2500 万元至 6000 万元之间；
- 3) 将募投资金用于受欢迎 KOL 制作的直播串流节目、第三方组织的若干推广项目及印刷媒体的广告项目。计划在未来五年内每年举办 200 至 300 个受欢迎 KOL 制作的直播串流节目；计划参与由其他各方（包括中央电视台）组织的一至两个推广节目；计划参与约 10 至 15 个印刷媒体的广告计划；
- 4) 将募投资金用于通过在线及线下渠道部署营销活动，包括向线下分销商及直销大客户提供广告材料，用于广告公司咨询费用以及其他相关开支。

图表 41 蓝月亮的品牌知名度提升计划



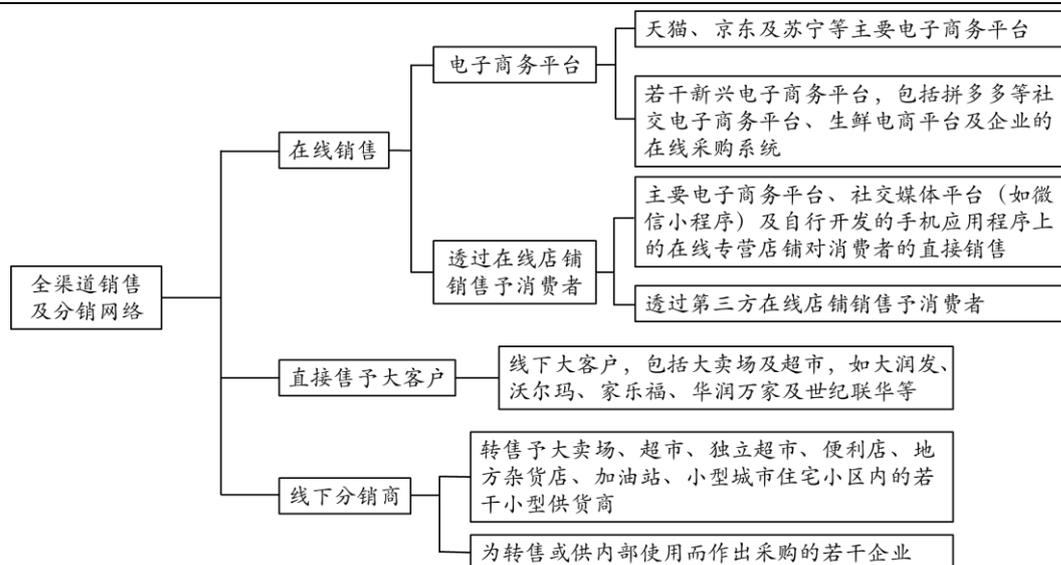
资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

4.2 全渠道策略向低线下沉，线上销售优势明显

蓝月亮拥有强大的全渠道销售网络，主要包括线上销售渠道、直接销售于大客户及线下分销商三大类。线上销售渠道主要包括销售予电子商务平台和透过在线店铺销售予消费者两大类；大客户包括大润发、沃尔玛、家乐福、华润万家及世纪联华等；线下分销商渠道是分销商将产品转售给大卖场、超市、便利店、地方杂货铺、加油站以及小型城市住宅社区内的若干小型供应商。2019年末，线上销售渠道、大客户和线下分销商渠道的销售占比分别为47.2%、14.1%和38.7%。

收款方面，公司一般授予电子商务平台及直销大客户30至60日的信贷期，但一般不向线下分销商授予信贷期。

图表 42 蓝月亮的渠道体系



资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 43 蓝月亮各渠道占比

渠道占比	2017	2018	2019	2020H1
线上销售渠道	33.1%	40.2%	47.2%	58.8%
直接销售予大客户	12.5%	12.1%	14.1%	7.7%
线下分销商	54.4%	47.7%	38.7%	33.5%

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

4.2.1 线上销售占比过半，蓝月亮领先优势明显

线上销售渠道是中国家庭清洁行业的重要销售渠道。根据公司招股书，预计 2019 年至 2024 年中国家庭清洁行业在线渠道销售额年复合增长率将达到 16.2%，2024 年在线渠道销售占比有望达到 31.9%。

蓝月亮在线上销售渠道具有明显的先发优势。2017-2019 年，蓝月亮线上渠道收入的年复合增长率为 33.5%，远高于同期中国家庭清洁护理行业线上渠道 8.5% 的年复合增长率。

早在 2012 年 7 月，公司就开始通过电子商务平台销售产品，是行业内最早拥抱线上渠道的首批公司之一。

2015 年 8 月，蓝月亮开始通过微信销售产品。2015 年 8 月及 2016 年 9 月，公司开发推出专有的月亮小屋应用程序及至尊洗衣应用程序，内置在线购物功能。

2019 年 8 月起，蓝月亮开始与生鲜电商平台合作。至 2019 年末，公司与 82 个电子商务平台建立了买卖关系。

图表 44 蓝月亮按在线销售渠道划分的收益贡献明细（2017-2019）

截至12月31日止年度	2017年		2018年		2019年	
	收益（万港币）	占在线销售渠道所产生总收益的%	收益（万港币）	占在线销售渠道所产生总收益的%	收益（万港币）	占在线销售渠道所产生总收益的%
在线销售渠道						
销售予电子商务平台	147,929	79.3%	192,489	70.8%	216,646	65.1%
透过以下店铺销售予客户：						
自营在线店铺	31,043	16.6%	63,418	23.3%	88,877	26.7%
第三方在线店铺	7,680	4.1%	15,909	5.9%	27,293	8.2%
总计	186,652	100.0%	271,816	100.0%	332,816	100.0%

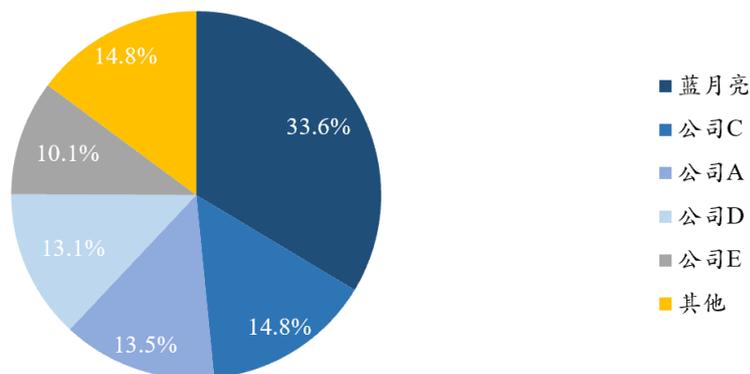
资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 45 蓝月亮合作的电子商务平台总数及变动 (2017-2019)

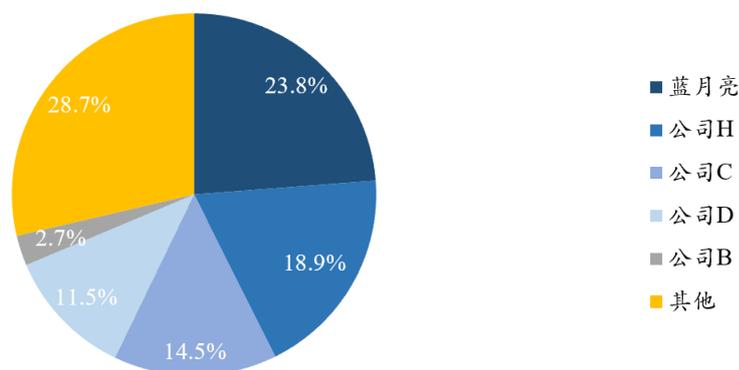
	2017年	2018年	2019年
期初电子商务平台数目	19	40	55
新电子商务平台数目	21	23	35
已终止的电子商务平台数目	0	8	8
期末电子商务平台数目	40	55	82

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

2019 年末，线上销售渠道已成为蓝月亮收入占比最大的销售渠道。2020 年上半年，受新冠疫情影响，线下销售渠道受到较大冲击，导致 2020 年上半年公司的线上销售占比进一步扩大至 58.8%。2019 年，蓝月亮洗衣液线上渠道的市场份额为 33.6%，是排名第二的洗衣液公司市场份额的两倍以上；同期蓝月亮洗手液的线上份额 23.8%，比第二名高出 4.9%。在线上销售渠道这方面，公司的先发优势十分明显。

图表 46 蓝月亮洗衣液线上渠道市场份额第一 (2019)


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 47 蓝月亮洗手液线上渠道市场份额第一 (2019)


资料来源：弗若斯特沙利文报告，蓝月亮招股书，华安证券研究所

4.2.2 直销大客户合作趋于稳固，分销网络向低线城市下沉

线下销售渠道主要包括直接销售予直销大客户以及线下分销商两个销售渠道。根据弗

若斯特沙利文报告，于 2017 年至 2019 年，公司在中国线下洗衣液市场中排名第一（按零售销售价值计算）。

- 1) **蓝月亮的直销大客户主要包括大卖场及超市**（如大润发、欧尚、家乐福、华润万家及世纪联华等）。蓝月亮于 2017-2019 年以及 2020 年上半年分别有 11 名、13 名、14 名及 15 名直销大客户，对应收入分别为 7.03 亿港元、8.20 亿港元、9.97 亿港元、以及 1.88 亿港元，分别占蓝月亮总收入的 12.5%、12.1%、14.1%、7.7%。

根据公司招股书，2015 年公司未能成功以双方均可接受的商业条款与若干大卖场重续合约，对当期的财务表现有一定负面影响。不过，公司于 2017 年又调整策略，与该等大卖场重点客户恢复合作。公司计划在未来与 15 至 20 名直销大客户合作，拟使用部分募集资金至每位直销大客户，继续投资于增加产品曝光度及展示，例如付费使用由超大型市场及超级市场设立及拥有的产品展示空间，赞助主体活动及在零售商处展示蓝月亮的产品以增强产品曝光度，加大广告力度。

我们认为，经过以往的变革及尝试，未来公司与直销大客户的合作关系将趋于更加稳固和平稳，线下直销大客户仍是不能忽视的重要销售渠道之一。

图表 48 蓝月亮直销大客户的网络（2017-2020H）

	2017	2018	2019	2020H
直销大客户（个）	11	13	14	15
收入（亿港元）	7.03	8.20	9.97	1.88
占蓝月亮总收入	12.5%	12.1%	14.1%	7.7%

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

- 2) **蓝月亮的线下分销商**主要将公司的产品转售予大卖场、超市、便利店及加油站（例如 7-11、中石油加油站、中石化加油站）以及住宅小区的若干小型供货商，尤其是中国低线城市的小型供货商。根据公司招股书，至 2020 年 6 月 30 日，蓝月亮已经与 1,403 名线下分销商订立协议，覆盖中国所有省份。

图表 49 蓝月亮线下分销商总数及变动（2017-2019）

	2017年	2018年	2019年	2020H
期初线下分销商数目	1,265	1,175	1,306	1,267
新线下分销商数目	225	390	315	247
新线下分销商数目	315	259	354	111
期末线下分销商数目	1,175	1,306	1,267	1,403

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

线下分销商网络的完善有利于公司产品渗透到低线城市。至 2020 年 6 月 30 日，除全国性及地区性超市外，蓝月亮近 70% 的线下分销商位于三线及以下城市，覆盖分布于全中国逾 2,600 个区县的零售销售点。其中包括超过 500 万人民币注册资本的线下分销商 120 个，100 万-500 万人民币注册资本的线下分销商 425 个，100 万人民币注册资本以下的线下分销商 858 个。

图表 50 蓝月亮线下分销商及彼等各自按营运规模划分的收入贡献 (2017-2020H)

注册资本 (人民币元)	2017			2018			2019			2020H		
	线下分销 商数目	收入贡献 (人民币万 元)	占总收 入的%									
超过500万	91	58,091	11.9%	116	70,905	12.2%	113	60,143	9.6%	120	11,326	5.1%
100万至500万	332	91,378	18.7%	381	100,388	17.3%	388	85,886	13.8%	425	26,451	12.0%
100万以下	752	104,862	21.5%	809	95,083	16.4%	766	83,390	13.4%	858	31,352	14.2%
线下分销商小 计	1,175	254,331	52.1%	1,306	266,375	45.9%	1,267	229,419	36.8%	1,403	69,129	31.3%

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

根据弗若斯特沙利文报告，预计 2019-2024 年，三线及以下城市的家庭清洁护理市场的零售销售价值的复合年增长率为 9.2%，同期三线及以下城市的洗衣液及洗手液零售销售价值的复合年增长率分别为 15.1% 及 28.3%。根据招股书，蓝月亮计划与 2,000 至 2,300 名线下分销商合作，且拟于未来五年分配部分募集资金至每名线下分销商。

具体的举措包括：

- 1) 计划继续投资于增加产品曝光度及展示，例如，增加货架展示加大产品曝光度、安排使用由蓝月亮的线下分销商覆盖的零售店所设立及拥有的空间对蓝月亮的产品堆垛及端框展示。
- 2) 蓝月亮力争根据线下分销商的能力进行优化及扩充，服务特定的销售渠道，深化对县城、城镇及村庄的渗透。

除线下分销商之外，蓝月亮于 2015 年推出月亮小屋业务，包括对企业的线下直销（供内部使用）、对消费者的线下直销、宣传家庭清洁知识及线下推广活动（如小区团购）。但 2017-2020 年上半年，来自月亮小屋业务的收入贡献分别仅占总收入的 1.3%、0.7%、1.1% 及 5.0%，模式有待进一步打磨。

图表 51 蓝月亮月亮小屋业务与已终止线下分销商收入 (2017-2020H)

	2017	2018	2019	2020H
线下分销商小计	254,331	266,375	229,419	69,129
加：				
来自月亮小屋业务的收入	6,251	4,050	6,783	11,045
来自已终止线下分销商的收入	3,288	5,013	5,557	(123)
其他调整*	1,446	1,045	(338)	(6,191)
(人民币万元)	265,316	276,483	241,421	73,860
汇率	1.1542	1.1681	1.1288	1.1056
总计 (万港元)	306,227	322,960	272,516	81,659

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

4.3 研发创新基因与生俱来，优质产品服务驱动未来成长

创始人拥有深厚的化学背景，公司的研发创新基因深入骨髓。以产品和方法双线研发为重点，一方面推新以满足不断变化的消费者喜好及提升用户体验；另一方面开发并向消费者分享科学化及实用的清洁方法。

图表 52 蓝月亮主要衣物清洁护理产品

主要产品	推出年度	产品单件容量	建议零售价格范围 (人民币元)	产品样本图
至尊生物科技洗衣液	2018年	660克	69	
预涂-手洗双用型洗衣液	2017年	500克	12.8	
蓝月亮机洗至尊浓缩+洗衣液	2015年	660克	59	
宝宝专用洗衣液	2013年	80至1,000克	4.8至33.8	
蓝色月光衣物色渍净	2013年	250至3,000克	5.3至28.3	
蓝月亮深层洁净护理洗衣液 (亮白增艳)	2010年	500至3,000克	8.9至56.8	
卫诺衣物消毒液	2009年	1,000至3,000克	23.9至58.9	
蓝月亮深层洁净护理洗衣液	2008年	500至3,000克	8.9至51.8	
绿色柔顺剂	2004年	500至3,000克	6.3至26.9	
丝毛净	1994年	500克	17.3	
衣领净	1993年	250至550克	11.6至28.3	

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 53 蓝月亮主要个人清洁护理产品

主要产品	推出年度	产品单件容量	建议零售价格范围 (人民币元)	产品样本图
净享微米泡沫氨基酸洗手露	2019年	150毫升	188	
儿童洗手液 (包括儿童洗手液及果泡多多儿童洗手液)	2002年、 2008年	225克 300克	10.9至16.8	
洗手液系列 (包括抑菌洗手液、维生素E洗手液、野菊花洗手液及健康洗手液)	2000年、 2001年、 2001年、 2004年	500克 5.0千克	8.9至52.9	

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

图表 54 蓝月亮主要家居清洁护理产品

主要产品	推出年度	产品单件容量	建议零售价格范围 (人民币元)	产品样本图
浴室清洁系列 (包括Q厕宝、卫诺洁厕液、卫诺洁厕宝、卫诺除霉去渍剂)	2002年、 2013年、 2013年、 2019年	50克 500克	10.8至48	
餐具果蔬清洁系列 (包括果蔬净、茶清天然绿茶洗洁精及天露餐具果蔬清洁精)	2001年、 2005年、 2019年	100至1,000克	9.8至48	
消毒液系列	2000年	600克 1.2千克	7.8至380	
全屋清洁系列	1993年、 1994年、 1999年、 2004年	500克 600克 1.2千克 2千克	11.9至28.8	
厨房清洁剂系列 (包括强力型油污剂星、保护型油污剂星及油污剂星泡沫型)	1992年、 2003年、 2019年	500克	14.9至63.8	

资料来源：蓝月亮招股书，华安证券研究所

公司在中国拥有 673 个注册商标、102 项注册商标申请、148 项专利、84 项专利申请、159 项版权及 40 个域名。截至 2020 年 6 月 30 日，蓝月亮的研发团队共有 157 名员工，核心研发团队平均拥有约九年家庭清洁护理行业的相关经验。未来，公司计划使用部分募集资金为研发团队聘用约 400 至 500 名员工，人选将集中于拥有国内或国际著名大学博士或硕士学位的人才。2017-2020H，公司的研发开支分别为 58.1、55.7、58.7 及 23.8 百万港元。

从公司研发的发展历程来看，蓝月亮的研发技术中心已成立逾 28 年。中心内设有数个针对不同家居清洁场景的实验室用作产品的开发及测试。公司专责洗衣产品开发的实验室设有超过 100 台不同款式的洗衣机；实验室会模拟中国消费者日常生活最常发生的情境，考虑如不同型号洗衣机的功能、面料、水温及水质等多种因素。

2015 年，公司成立蓝月亮洗涤研究院，专门开发及评估洗衣产品及方法。截至 2020 年 6 月 30 日，蓝月亮洗涤研究院共有 42 名员工。研究院的工程师曾为去除有关污渍开发相应的洗衣方法，包括对付油渍的预涂去油处理方法、对付颜色污渍的颜色污渍浸泡方法，以及对付肉眼看不见的污渍的奶渍浸泡方法。

同时，公司已委聘若干第三方研发机构（主要为学院及大学）为蓝月亮的研发工作提供额外支持。

针对消费者需求，公司过往在三大品类均研发推出了许多创新型产品，多次引流行业潮流。

除产品开发之外，蓝月亮的研发团队还为业务运营的信息化程度提升提供了有力的技术支持，主要体现在采购端、生产端以及销售端：

- 1) 采购端：研发出一套灵活及可兼容的采购管理内部系统。
- 2) 生产端：公司拥有高度自动化的生产设施。所需的每单位产品劳工工时于 2017 年至 2019 年间大幅下降约 10%。
- 3) 销售端：公司自主研发了一套 CRM 系统。该系统对蓝月亮的销售及分销网络各个方面提供集中管理，包括客户信息分类及分析、销售人员签到及工作量管理以及物流数据管理。在蓝月亮的线下销售方面能够抓取分销商的出货及库存数据，以及线下的销售数据，在线销售方面该系统与大部分在线专卖店连接，基于大数据分析，公司能对销售数据进行预测，根据预期销售改进生产规划及存货管理。

风险提示：

新品类市场教育不达预期；
 线下渠道下沉不达预期；
 原材料价格上涨超预期导致盈利能力下降。

分析师及研究助理简介

虞晓文，华安证券研究所轻工行业分析师，约翰霍普金斯大学金融学硕士，浙江大学经济学学士。2018 年开始从事轻工行业研究，重点覆盖家居、文具、个护以及造纸包装等板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。