

## 日化先驱，宠物市场亦大有可为

——朝云集团公司首次覆盖报告

增持|首次推荐

### 报告要点:

#### ● 背靠立白的日化先驱

公司前身是立白旗下的超威事业部，于2018年与立白旗下其他品牌进行企业重组后成立朝云集团。截至2021年底，公司旗下共有西兰、超威、贝贝健、威王、润之素、倔强的尾巴、德是、倔强嘴巴等8个品牌，涵盖了杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、洗手液、花露水、宠物清洁、宠物除味、猫砂等多个日化细分领域且于大部分市场取得领先地位。

#### ● 家居护理市场：稳中求进，步步为营

中国家居护理市场规模仅次于美国，但是人均消费额不到美国的1/10，未来随着下沉市场渗透率的上升、产品端的升级及品类扩张等因素的驱动，家居护理市场有望于2024年增至694亿元。供给端，家庭护理细分市场格局均较为稳固，CR5在60%左右波动，庄臣、广州好迪、威莱集团等公司采取多品牌战略，朝云集团则凭借较强的性价比在多个赛道中获得领先地位。朝云亮点，公司在产品方面的推陈出新以及瞄准细分赛道布局的能力让公司营收持续增长，渠道方面公司2018年开始发力线上，自营线上商店占比逐步增加，符合市场整体销售渠道的趋势。

#### ● 宠物护理市场：高增蓝海，蓄势待发

我国宠物市场处于发展较快阶段，宠物用品/食品市场规模分别从2016年的158/159亿增至2021年的318/482亿元，对应CAGR分别为15.0%/24.8%。而随着未来宠物数量的增加以及单宠消费额的进一步上升，宠物护理市场有望得到进一步增长。供给端，中国宠物用品市场以及食品市场CR5分别为8.3%/17.4%，均远低于日本、美国等成熟市场，结合当前国内宠物食品市场龙头主要为国外品牌等因素，国内企业有较大成长空间。朝云亮点，公司宠粮为6小时鲜肉宠物粮，符合宠主对鲜肉成分的偏好；2021年4月，公司收购中博绿亚30%的股份，有望切入宠物保健赛道；充裕的现金流也使得这一模式可复制，公司未来成长值得期待。

#### ● 投资建议与盈利预测

产品端我们看好公司切入宠物行业带来的辽阔增长空间；渠道端认为公司线上线下齐头并进的全渠道覆盖策略有望实现多维度增长。预计公司2022-2024年营业收入分别为17.99、23.18、28.75亿元，归母净利润分别为1.12、1.42、1.57亿元，对应EPS分别为0.08、0.11、0.12元/股，当前股价对应PE分别为22.26、17.46、15.82。首次覆盖，给予“增持”评级。

#### ● 风险提示

行业竞争加剧、原材料价格上涨、新冠疫情加剧、销售及分销商存货积压。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,702.15	1,769.16	1,799.04	2,317.90	2,875.45
收入同比(%)	23.04%	3.94%	1.69%	28.84%	24.05%
经调整归母净利润(百万元)	261.62	103.76	111.50	142.19	156.92
经调整归母净利润同比(%)	32.36%	-60.34%	7.47%	27.52%	10.36%
每股收益(元)	0.17	0.07	0.08	0.11	0.12
市盈率(P/E)	11.09	26.95	22.26	17.46	15.82

资料来源：Wind，国元证券研究所；注：此处换算1元港币=0.85元人民币

### 基本数据

52周最高/最低价(港元): 7.77 / 1.68

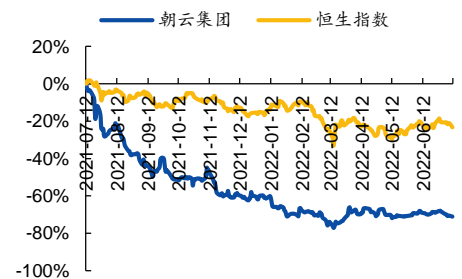
港股流通股(百万股): 1333.33

港股总股本(百万股): 1333.33

流通市值(百万港元): 2973.33

总市值(百万港元): 2973.33

### 过去一年股价走势



### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 徐偲

执业证书编号 S002052105003

电话 021-51097188

邮箱 xucai@gyzq.com.cn

## 目 录

1.公司概览：背靠立白的日化先驱 .....	5
1.1 公司简介：前身为立白超威，重组后为多品类日化平台 .....	5
1.2 财务分析：营收稳健增长，短期投入致使利润承压 .....	8
1.3 产品品类：家居护理品类多元化发展，宠物产品低基数下高速增长 .....	9
1.4 渠道划分：线下分销网络稳定扩张，自营线上商店重点发展 .....	11
2.家居护理市场：稳中求进，步步为营 .....	13
2.1 需求端：低线城市加速渗透叠加产品升级，市场稳健增长 .....	13
2.2 供给端：龙头竞争策略分化，行业格局稳固 .....	17
2.3 朝云亮点：研发砥砺前行，渠道引领变革 .....	20
3.宠物护理市场：高增蓝海，蓄势待发 .....	22
3.1 需求端：独居时代来临，市场快速成长 .....	22
3.2 供给端：蓝海竞争方兴未艾，国货崛起势不可挡 .....	25
3.3 朝云亮点：鲜肉宠粮符合宠主偏好，外延并购扩充宠物版图 .....	28
4.盈利预测及投资建议 .....	29
4.1 关键假设 .....	29
4.2 收入及盈利预测 .....	30
4.3 估值 .....	30
5.风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1：朝云集团公司及品牌发展历程 .....	6
图 2：股权结构图（截至 2021 年年底） .....	7
图 3：公司营业收入及经调整净利润情况 .....	8
图 4：公司三费占营收比例情况 .....	9
图 5：公司毛利率及经调整净利率情况 .....	9
图 6：公司存货规模及周转天数 .....	9
图 7：公司贸易应收款项比例变化 .....	9
图 8：营业收入按产品品类拆分（亿元，%） .....	10
图 9：公司毛利润按品类拆分 .....	11
图 10：公司不同产品毛利率情况 .....	11
图 11：营业收入按销售渠道划分（亿元，%） .....	12
图 12：公司毛利润按渠道拆分 .....	13
图 13：公司不同渠道毛利率情况 .....	13
图 14：中国日化行业情况 .....	13
图 15：2021 年家居护理市场占比 .....	14
图 16：中美 2019 年年度人均家居护理产品消费额 .....	14
图 17：各国家家居护理零售额/织物护理零售额比例（倍） .....	14
图 18：中国城镇化率不断升高 .....	15

图 19: 中国人均年可支配收入不断增加 .....	15
图 20: 家居护理产品在不同城市的渗透率 .....	15
图 21: 按城市县级划分家居护理零售市场规模 .....	15
图 22: 杀虫驱蚊行业新兴产品增长明显快于传统产品 .....	16
图 23: 儿童使用杀虫驱蚊市场规模不断增长 .....	16
图 24: 家居护理细分行业增长情况 .....	17
图 25: 家庭护理细分行业集中度及主要公司市占率变化情况 .....	18
图 26: 朝云集团家居护理产品 SKU 数量 .....	20
图 27: 朝云集团线上分销商数量 (家) .....	21
图 28: 朝云集团线上渠道营收占比逐渐增加 .....	21
图 29: 宠物用品市场规模变化情况 .....	23
图 30: 宠物用品渠道占比变化 .....	23
图 31: 宠物食品市场规模变化情况 .....	23
图 32: 宠物食品渠道占比变化 .....	23
图 33: 中国人均 GDP 已达 1 万美元 .....	24
图 34: 2021 年中国独居成年人数量达 9200 万人 .....	24
图 35: 中、日、美养猫家庭占比以及户均数量对比 .....	24
图 36: 中、日、美养狗家庭占比以及户均数量对比 .....	24
图 37: 宠物主学历分布 .....	25
图 38: 宠物主月收入分布 .....	25
图 39: 2021 年宠物主对宠物角色的认知 .....	25
图 40: 中国宠物年均消费额变化 .....	25
图 41: 2021 年中日美宠物用品 CR5 对比 (%) .....	26
图 42: 2021 年中国宠物用品市占率前五份额变化情况 (%) .....	26
图 43: 2021 年中日美宠物食品 CR5 对比 (%) .....	26
图 44: 2021 年中国宠物用品市占率前五份额变化情况 (%) .....	26
图 45: 宠物护理行业营收及毛利率情况 .....	28
图 46: 宠物主对于肉类食材的关注因素 .....	28
图 47: 宠物主对鲜肉成分的偏好 .....	28
图 48: 朝云集团盈利预测 .....	30
表 1: 朝云集团主要品牌 .....	5
表 2: 朝云集团董监高任职情况 .....	7
表 3: 朝云集团各销售渠道情况 .....	11
表 4: 新兴驱蚊产品与传统产品对比 .....	16
表 5: 家庭护理市场主要品牌产品单价及有效成分对比 .....	18
表 6: 公司向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级 .....	20
表 7: 2019 年朝云集团零售额超过 1 亿元的产品 .....	21
表 8: 朝云集团自营线上商店 .....	22
表 9: 宠物猫粮及狗粮主要品牌对比 .....	27
表 10: 中博绿亚概况 .....	29

---






表 11: 朝云集团盈利预测 .....	30
表 12: 朝云集团 2022 年预测 PE 低于可比公司的平均值 .....	31

## 1. 公司概况：背靠立白的日化先驱

### 1.1 公司简介：前身为立白超威，重组后为多品类日化平台

日化行业先驱，多品类卓越平台。朝云集团由立白旗下超威事业部发展而来，是集产、研、销于一体的一站式多品类家居护理、个人护理、宠物产品平台。公司旗下共有西兰、超威、贝贝健、威王、润之素、倔强的尾巴、德是、倔强嘴巴等 8 个品牌，涵盖了杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理、洗手液、花露水、宠物清洁、宠物除味、猫砂等多个日化细分领域且于大部分市场取得了领先地位。

表 1：朝云集团主要品牌

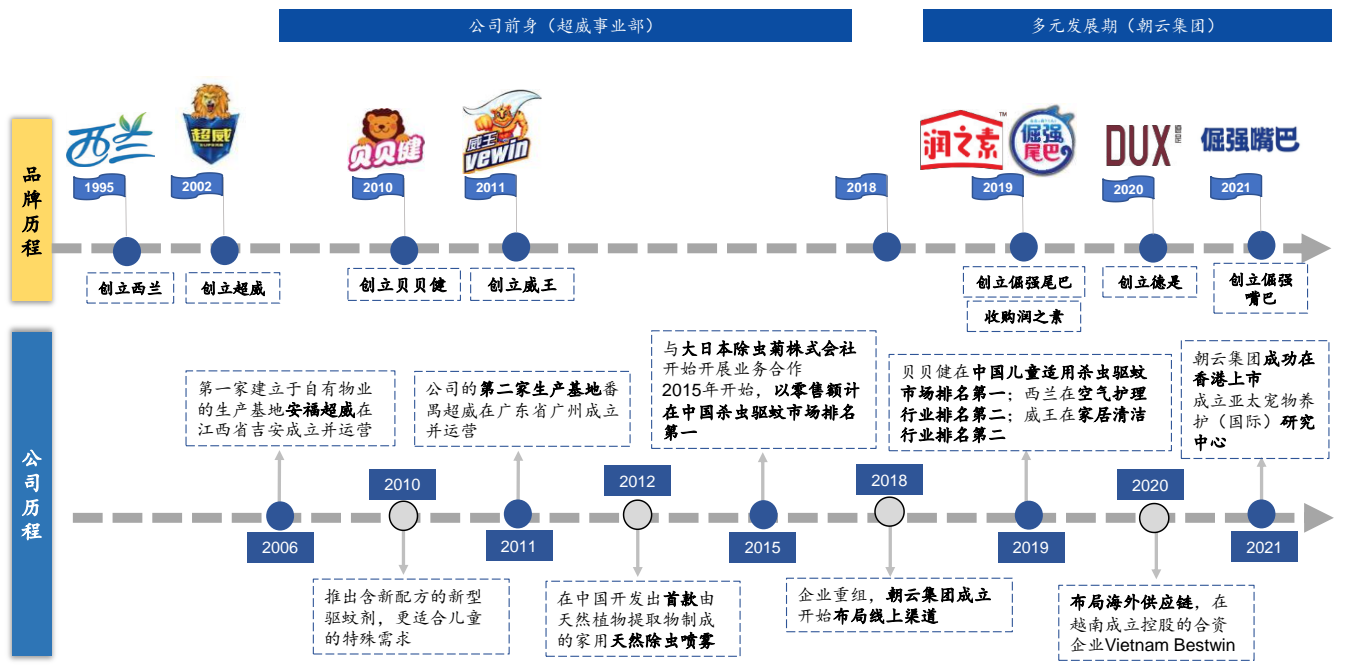
品牌	品类	主要产品	市场地位
	家居护理—空气护理	空气护理产品，如西兰空气清新喷剂系列、西兰除甲醛系列、西兰去味香珠等	按零售额计，2019 年-2021 年在空气护理市场份额排名第二。
	家居护理—杀虫驱蚊	杀虫驱蚊产品，如超威盘香、超威电热蚊香液、超威电热蚊香片、超威防蚊网等	按零售额计，在 2015 年-2021 年间，超威在中国杀虫驱蚊市场连续六年市场份额第一，成为行业领导品牌。
	家居护理—杀虫驱蚊	杀虫驱蚊产品，如贝贝健电热蚊香液及贝贝健电热蚊香片、贝贝健防蚊网、贝贝健驱蚊啫喱等	按零售额统计，2019-2021 年贝贝健在中国儿童适用杀虫驱蚊市场的份额排名第一。 据尼尔森调研数据统计显示，贝贝健的市场占有率占绝对领先优势，每两个宝妈就有一个选择贝贝健。
	家居护理—家居清洁	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	以零售额计，2019-2021 年威王在中国家居清洁市场中份额位列第二。
	个人护理	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	2019 年中国花露水市场零售额排名中，润之素花露水排名前三。
	宠物护理	宠物护理产品，如倔强的尾巴除菌喷雾、倔强的尾巴宠物除臭抑菌洁牙凝胶、倔强的尾巴混合猫砂等	上市 4 个月，获得天猫宠物香水除味剂类目排名第一 宠物水蜜桃除味喷雾在天猫宠物香水/除味剂品类中全年保持第一
	宠物护理	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	2021 年创新推出首款专利除臭植物猫砂
	宠物护理	宠物护理产品，如倔强嘴巴鲜肉全价猫粮、倔强嘴巴鲜肉全价成犬粮、倔强嘴巴宠物零食猫条等	2022 年，倔强嘴巴母公司朝云集团战略投资中博绿亚，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：公司官网，招股说明书，灼识咨询，国元证券研究所

**前身是安福超威，精耕杀虫驱蚊市场；重组后为朝云集团，切入日化赛道。**公司发展历程分为两个阶段，2018 年之前公司作为立白旗下的超威事业部与其他品牌共同发展，公司主要以开发新品、建立生产基地来快速获取市场份额，超威自 2015 年起就一直保持在中国杀虫驱蚊市场排名第一的位置。2016 年现任董事长陈丹霞接手超威事业部，并且在 2018 年将超威及其他品牌从立白旗下剥离后进行企业重组成立朝云

集团，至此公司进入多元发展期，在组织变革、渠道改革、品类创新以及产品升级等方面进行改良，并且于 2019-2021 年先后创立或收购倔强的尾巴、润之素、德是、倔强嘴巴等品牌，经过快速发展后于 2021 年 3 月成功登陆港交所。

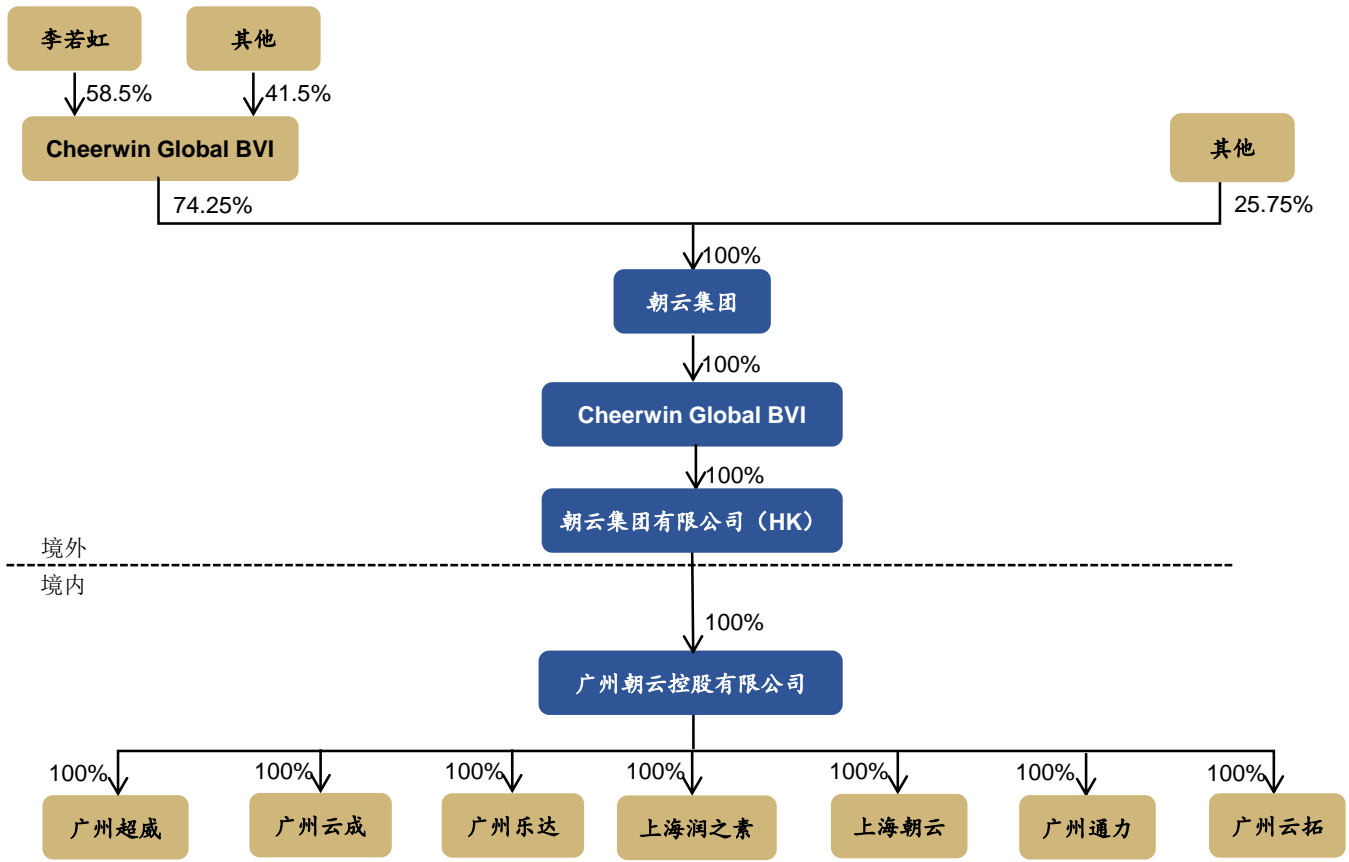
图 1：朝云集团公司及品牌发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究所

**股权结构稳定，实控人为立白集团创始人配偶。**公司上市之时，立白集团创始人陈凯旋、陈凯臣及各自配偶通过朝云环球有限公司合计持有朝云集团 74.25% 的股权。截至 2021 年 12 月 31 日，立白集团董事长陈凯旋妻子李若虹通过持有朝云环球有限公司 58.5% 的股份成为了朝云集团的实控人。

**董事长视野广阔，管理层行业经验丰富。**朝云集团母公司为立白集团，董事长陈丹霞是立白创始人之一陈凯臣之女，曾于 2008 年接手高姿品牌担任总经理，在进行大刀阔斧的改革后带领公司两年内实现了逆势增长，并且连续多年保持 50% 以上的增速，这也成为首个国内日化巨头收购化妆品企业并转型成功的案例。而当前公司管理团队大多也拥有跨平台、跨渠道、跨领域的丰富行业经验，横跨化妆品、日化、母婴、宠物及电商等多个领域，有着丰富的从业经验及国际视野。

**图 2：股权结构图（截至 2021 年年底）**


资料来源：公司公告，国元证券研究所

**表 2：朝云集团董监高任职情况**

姓名	年龄	职位	简介
陈丹霞	42 岁	执行董事、董事长兼首席执行官	负责朝云集团供应链的整体管理，分管宠物事业部、海外事业部。自 2008 年 12 月起负责监督超威事业部的整体管理，曾于 2008 年 12 月至 2018 年 4 月担任广州立白家居事业部总经理。拥有逾 15 年消费品行业经验。
谢如松	55 岁	执行董事兼副总裁	负责朝云集团供应链的整体管理，分管宠物事业部、海外事业部。自 2008 年 12 月起负责监督超威事业部的整体管理，曾于 2008 年 12 月至 2018 年 4 月担任广州立白家居事业部总经理。拥有逾 31 年快速消费品行业经验。
钟胥易	41 岁	执行董事兼首席财务官	于 2018 年 1 月正式调任至朝云集团，负责朝云集团财务和信息科技的整体管理，分管投资者关系管理部。于 2003 年 7 月加入立白集团，自 2010 年 12 月负责超威事业部的财务管理，曾任立白集团税务及资本部门副总监。拥有逾 18 年消费品行业经验。
王冬	43 岁	首席运营官兼品牌管理中心总经理	于 2019 年 4 月正式调任至朝云集团。负责监督朝云集团的整体业务运营及品牌管理。自 2002 年 6 月至 2016 年 11 月，任职广州立白，曾任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。拥有逾 19 年消费品行业经验。
高吉祥	35 岁	营销管理中心总经理-营销管理	负责监督朝云集团的营销管理。2007 年至 2016 年，于广州立白任职，曾任华东大区零售总监；2016 年至 2018 年曾任上海新高姿销售渠道拓展部总监。拥有约 14 年消费品行业经验。

表 2：朝云集团董监高任职情况

杨钰	38 岁	经营管理中心总经理-人力资源	于 2006 年 7 月至 2018 年 8 月于广州立白任职，其最后的职务为经营管理部总监。在其于正式调入朝云集团之前，于 2016 年 5 月起负责超威事业部的财务预算管理。主要负责监督朝云集团的人力资源及经营管理。拥有逾 15 年消费品行业经验。
丁嘉佳	36 岁	电商运营中心总经理	于 2019 年 12 月加入朝云集团，负责监督本集团的电子商务运营。2010 年 8 月至 2019 年 11 月曾于阿里巴巴集团控股有限公司担任行业专家。
石训勤	48 岁	投融资中心总经理	于 2020 年 8 月正式调任至朝云集团。负责监督朝云集团的投融资相关事宜。2004 年 2 月至 2014 年 12 月，于广州立白任职，曾任金融及资本运营中心副总经理；2015 年 1 月至 2018 年 6 月，曾任宝凯道融董事总经理；2018 年 6 月至 2020 年 8 月，担任凯晟控股投资与资本运营部总经理。

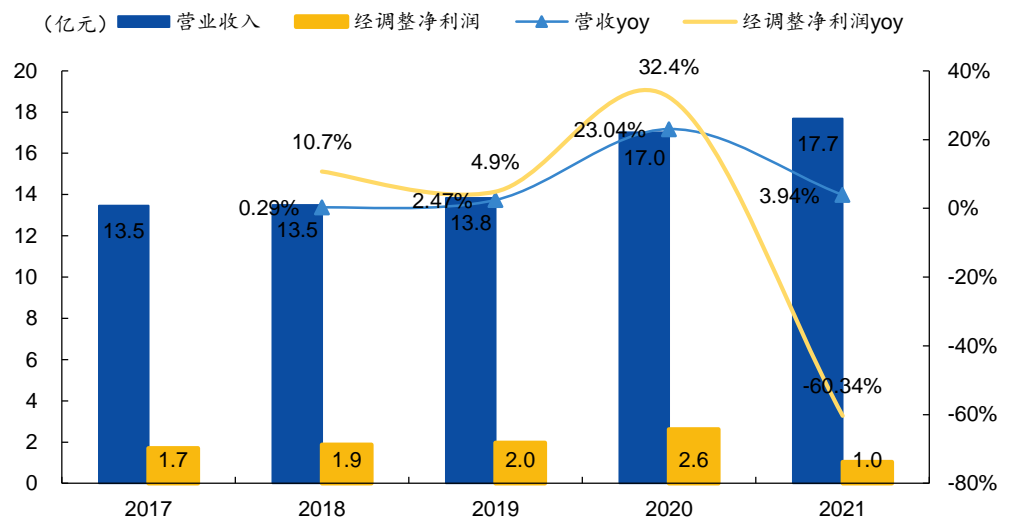
资料来源：公司公告，国元证券研究所

## 1.2 财务分析：营收稳健增长，短期投入致使利润承压

**营收稳健增长，利润短期有所承压。**2019-2021 年公司营业收入从 13.8 增至 17.7 亿元，对应 CAGR 为 13.1%，其中 2021 年营业收入同比增长 3.9%。利润端来看，公司调整后净利润从 2019 年的 2.0 变为 2021 年的 1.0 亿元，对应 CAGR 为 -27.5%，其中 2021 年同比减少 60.34%。2021 年公司增收不增利的主要原因是公司销售及分销开支（+1.5 亿元）及一般及行政开支（+0.4 亿元）的高增。

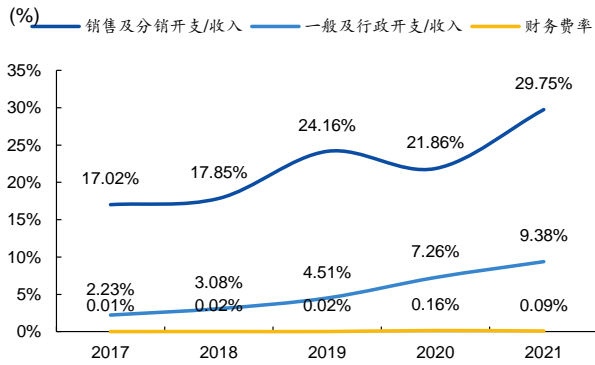
**电商渠道营销投入加大及团队人员扩充致期间费率提升。**费用率来看，公司分销及销售开支/一般及行政开支/财务开支净额占营收比例从 2019 年的 24.2%/4.5%/0.02% 分别增至 2021 年的 29.8%/9.4%/0.09%，分别增减+5.6/+4.9/+0.07pct。盈利能力来看，公司毛利率/经调整净利率分别从 2019 年的 43.4%/14.3%变为 2021 年的 44.5%/5.9%，分别增减+1.2/-8.4pct。其中销售及分销开支占收入比例大幅上升的原因是因为 2021 年增加了在电商渠道的营销费用，一般及行政开支占营收比例上升则是因为行政人员数量增长导致了对应工资及薪金增加。

图 3：公司营业收入及经调整净利润情况



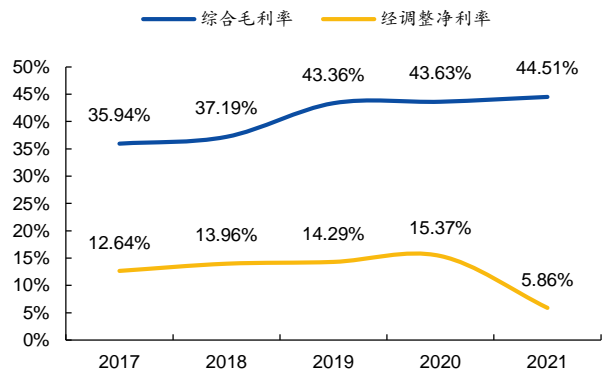
资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 4：公司三费占营收比例情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

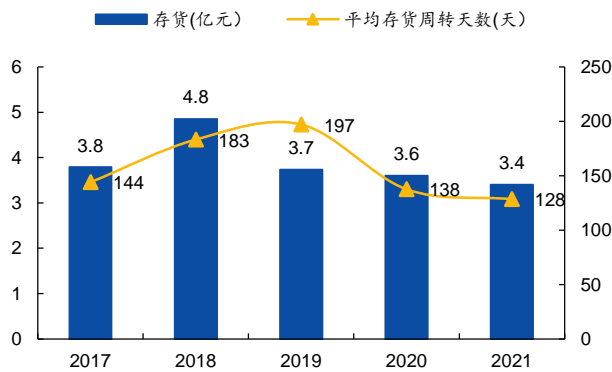
图 5：公司毛利率及经调整净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

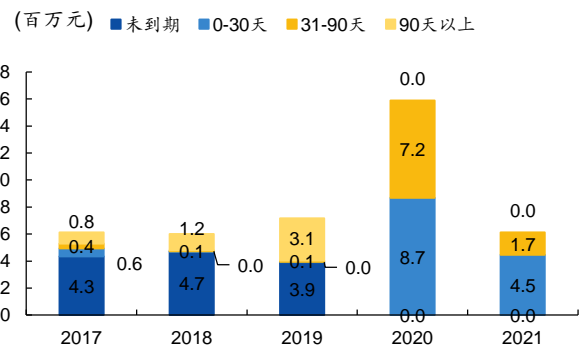
存货周转加快，贸易应收款管控良好。公司存货从 2019 年的 3.7 亿元变成 2021 年的 3.4 亿元，经营期间存货规模保持稳定；对应平均存货管理天数从 2019 年的 197 天减少至 2021 年的 128 天，反映公司供应链效率的有效提高。应收账款方面，公司在营收增长的同时贸易应收款呈下降趋势，结构方面 0-30 天的短期账款占比持续增加，反映公司贸易应收款管理良好。

图 6：公司存货规模及周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 7：公司贸易应收款项比例变化



资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.3 产品品类：家居护理品类多元化发展，宠物产品低基数下高速增长

家居护理业务占比 90% 以上，宠物产品低基数下快速成长。公司旗下 8 大品牌覆盖了日化行业中的家居护理、个人护理、宠物产品板块，其中：

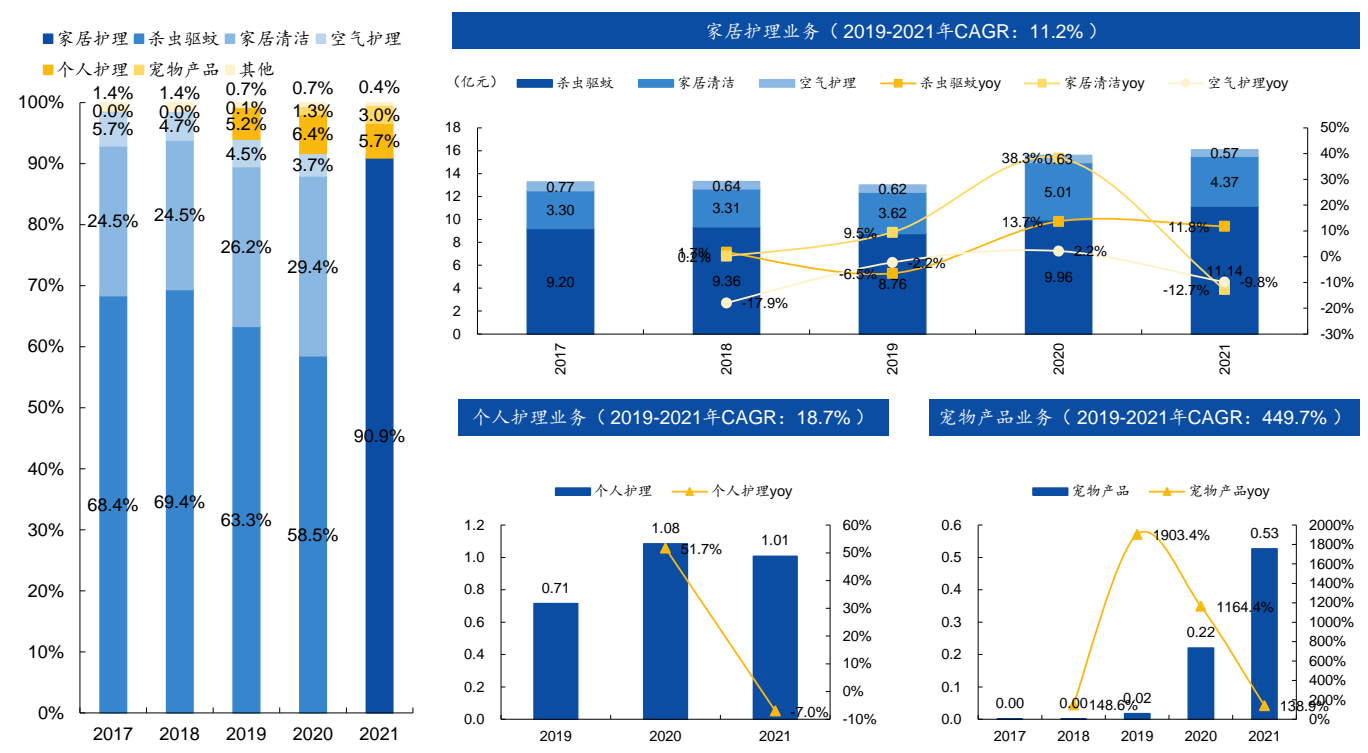
家居护理业务 2021 年营收 16.1 亿元，占营收比例为 90.9%，2019-2021 年 CAGR 为 11.2%。其中杀虫驱蚊（超威、贝贝健）/家居清洁（威王）/空气护理（西兰）产品营收分别从 2019 年的 8.8/3.6/0.6 亿元变成 2021 年的 11.1/4.4/0.6 亿元，对应

CAGR 分别为 12.8%/9.9%/-4.0%，其中 2021 年营收分别同比增减 11.8%/-12.7%/-9.8%。家居清洁及空气护理产品营收有所下降的原因是新的市场进入者采用低价策略提高市场份额，而公司认为此举不符合长期利益从而选择不参与价格竞争。

个人护理业务（润之素）营收从 2019 年的 0.7 亿元增至 2021 年的 1 亿元，对应 CAGR 为 18.7%；其中 2021 年营收同比下降 7.0%，主要系疫情期间对洗手液产品需求高增但公司未参与短期内的市场价格战，剔除洗手液后个人护理业务 2021 年营收增长 0.2%。

宠物产品业务（德是、倔强的尾巴、倔强嘴巴）是公司重点扩张的业务，营收从 2019 年的 0.02 增至 2021 年的 0.53 亿元，对应 CAGR 为 449.7%；其中 2021 年营收同比增长 138.9%，于低基数下快速发展。

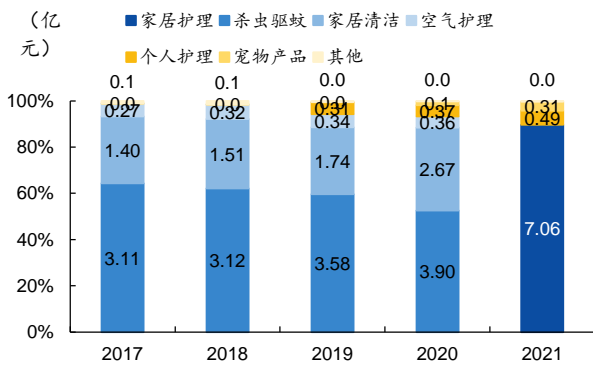
图 8：营业收入按产品品类拆分（亿元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

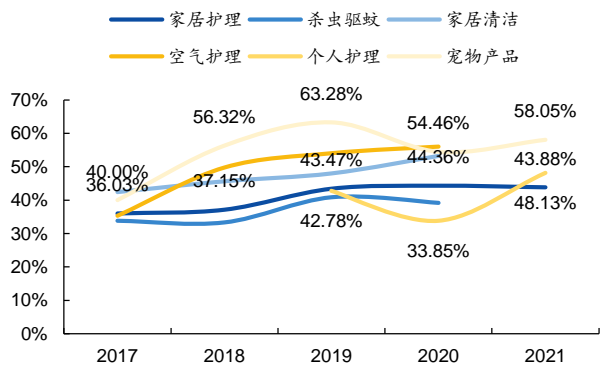
宠物产品毛利率最高，家庭护理、个人护理盈利能力持续提升。2021 年朝云集团家居护理/个人护理/宠物产品毛利润分别为 7.06/0.49/0.31 亿元，分别占总毛利润的 89.62%/6.16%/3.88%，个人护理及宠物产品毛利润占比均超过营收占比。毛利率角度来看，家居护理/个人护理/宠物产品毛利率分别从 2019 年的 43.47%/42.78%/63.28%变成 2021 年的 43.88%/48.13%/58.05%，分别增减+0.41/+5.35/-5.23pct。

图 9：公司毛利润按品类拆分



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 10：公司不同产品毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.4 渠道划分：线下分销网络稳定扩张，自营线上商店重点发展

多渠道发展战略，线下分销网络持续蔓延，线上渠道快速增长。公司通过遍布全国的全渠道销售网络分销产品，其中：

线下分销商是公司最主要的销售渠道，2021 年营收占比 60.15%，收入从 2019 年的 9.38 亿增至 2021 年的 10.64 亿元，对应 CAGR 为 6.5%。截至 2021 年底，公司线下共有 1149 家分销商。

线上渠道是公司重点开拓的渠道，其中线上分销商/自营线上商店营收分别从 2019 年的 0.70/0.83 亿增至 2021 年的 1.29/2.60 亿元，对应 CAGR 分别为 36.2%/76.8%；公司持续对新销售渠道的拓展，2021 年开发了兴盛优选等社区电商平台向客户进行销售（2021 年贡献营收 0.38 亿元）。

零售渠道（立白渠道）即公司通过立白集团主要向大客户进行销售的渠道，营收从 2019 年的 2.87 变为 2021 年的 2.70 亿元，对应 CAGR 为 -2.9%；其中 2021 年同比减少 24.49% 的原因是公司未参与短期价格竞争。

表 3：朝云集团各销售渠道情况

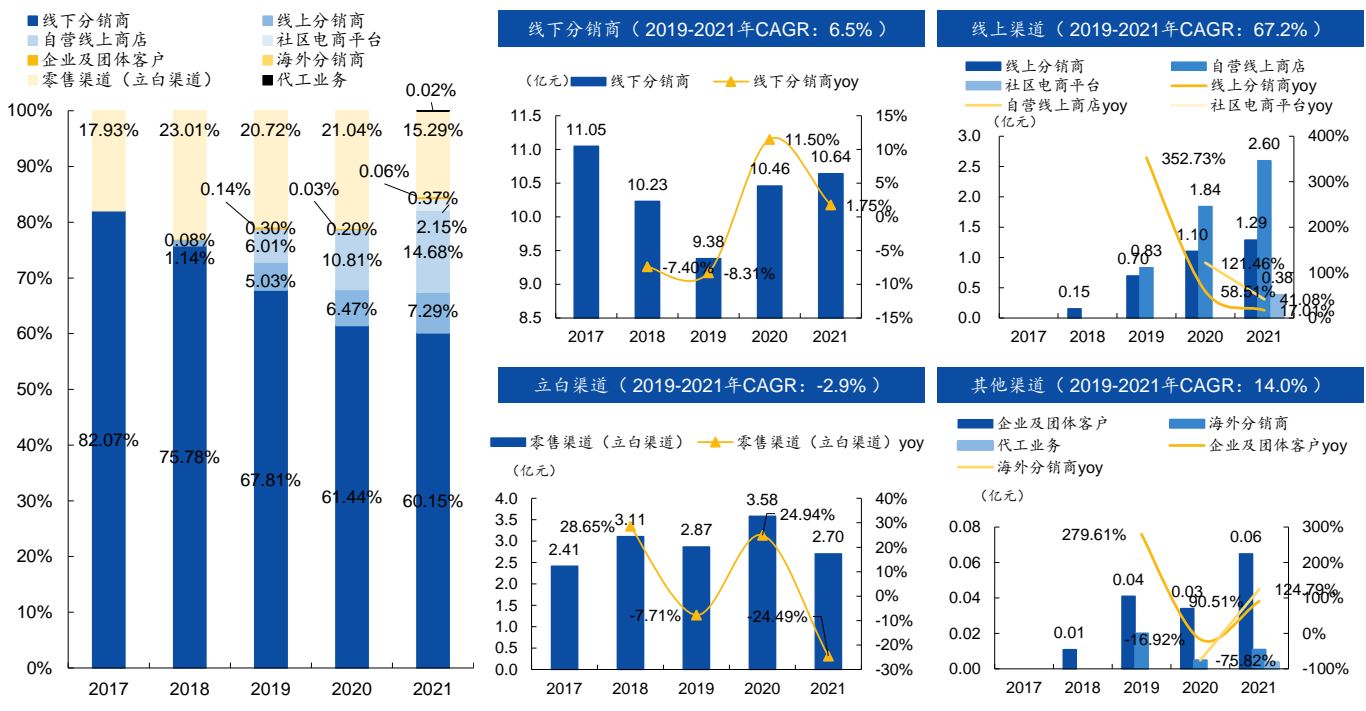
渠道	简介	2021 年营收占比
线下分销商	向深入渗透一线至五线城市的线下分销商进行分销。截至 2021 年底，线下销售网络由 1149 家分销商构成。	60.15%
线上渠道	包括线上分销商、自营线上商店及社区电商平台等渠道	24.11%
线上分销商	向第三方线上分销商的销售。分销商会再进一步通过天猫、京东、拼多多等各主要电商的线上商店和其他第三方线上商店进行销售。	7.29%
自营线上商店	向天猫、京东、拼多多及唯品会等主要电商平台进行销售。截至 2021 年底，在天猫等主要电商平台有 18 个自营线上商店。	14.68%
社区电商平台	兴盛优选等社区电商平台。2021 年开始布局，贡献收入 0.38 亿元。	2.15%
企业及团体客户	主要为酒店、航空公司、药店及其他企业。截止 2020 年 9 月 30 日，覆盖 229 名主要客户，出口至 24 个国家	0.37%

表 3: 朝云集团各销售渠道情况

海外分销商	向多个国家或地区的海外分销商进行销售	0.06%
零售渠道（立白渠道）	通过立白集团向大客户及若干海外分销商以及企业及团体客户进行销售。截至 2021 年底，共有 49 名大客户。	15.29%
代工业务	2021 年开始布局，主要是宠物业务的代工业务	0.02%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

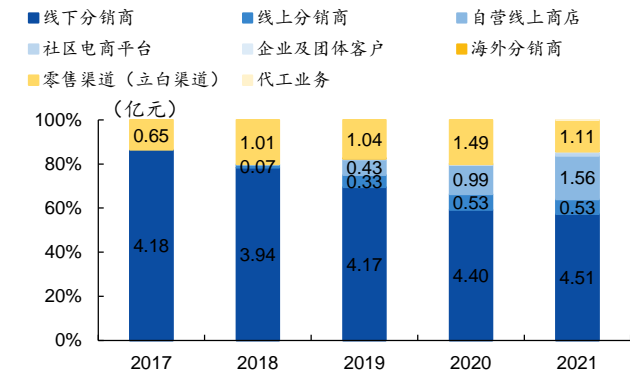
图 11: 营业收入按销售渠道划分（亿元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

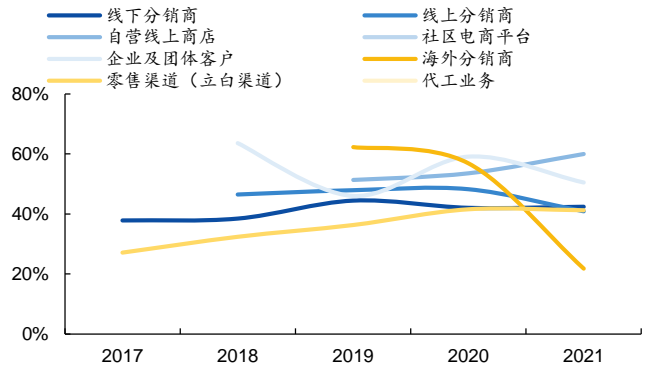
线下分销商盈利能力稳定，线上渠道增收且增利。毛利润结构来看，2021 年线下分销商/线上渠道/立白渠道分别占总毛利润的 57.3%/28.1%/14.2%，其中线上渠道毛利润占比超过营收占比。盈利能力来看，公司线下分销商渠道/线上渠道/立白渠道毛利率分别从 2019 年的 44.42%/49.78%/36.30% 变成 2021 年的 42.40%/51.83%/41.22%，分别增减-2.02/+2.05/+4.92pct，线下渠道毛利率降低的主要系占比较高的杀虫驱蚊产品因疫情影响盈利能力有所下降所致。线上渠道中，2021 年线上分销商/自营线上商店/社区电商平台毛利率分别为 40.87%/59.95%/33.45%，自营线上商店作为公司重点发展渠道实现了营收和盈利能力的同步增长。

图 12: 公司毛利润按渠道拆分



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 13: 公司不同渠道毛利率情况



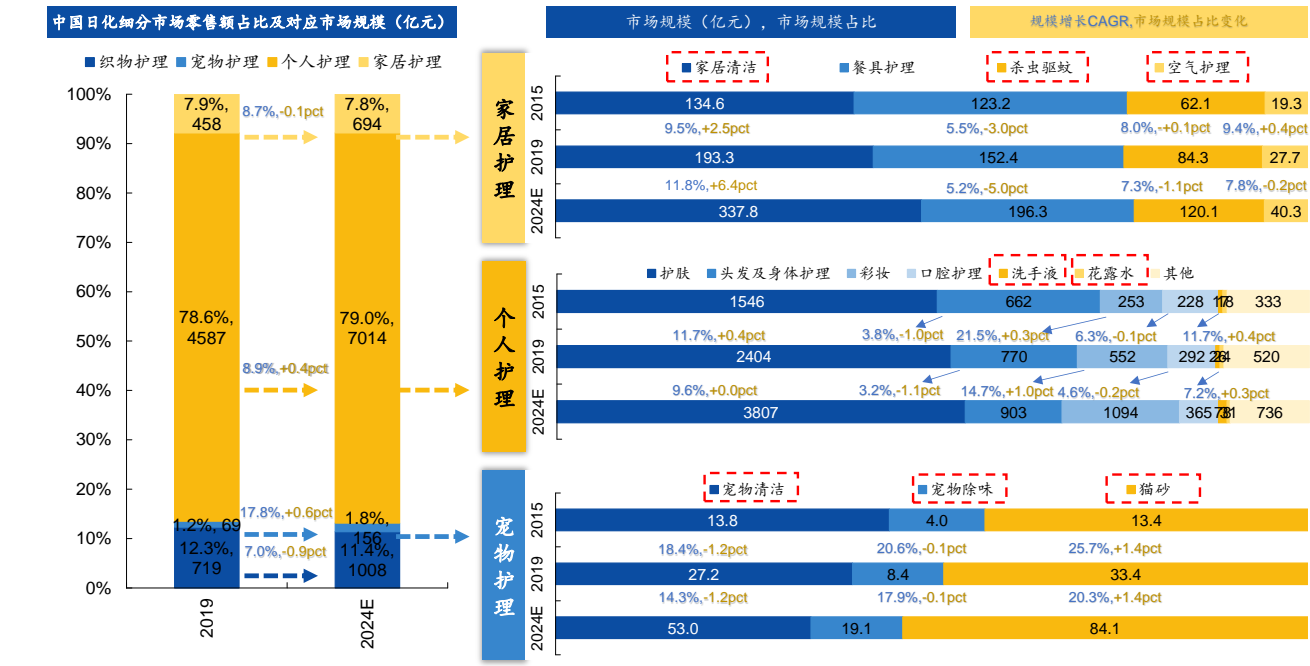
资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

## 2. 家居护理市场: 稳中求进, 步步为营

### 2.1 需求端: 低线城市加速渗透叠加产品升级, 市场稳健增长

日化行业稳定增长, 细分赛道各有分化。中国日化行业涵盖家居护理、织物护理、个人护理及宠物护理四个赛道, 据灼识咨询统计, 2019 年中国家居护理/个人护理/宠物护理/织物护理行业市场规模分别为 458/4587/69/719 亿元, 未来有望伴随产品多元化、细分化、以及高端化的发展趋势于 2024 年规模成长至 694/7014/156/1008 亿元, 对应 CAGR 分别达 8.7%/8.9%/17.8%/7.0%。

图 14: 中国日化行业情况

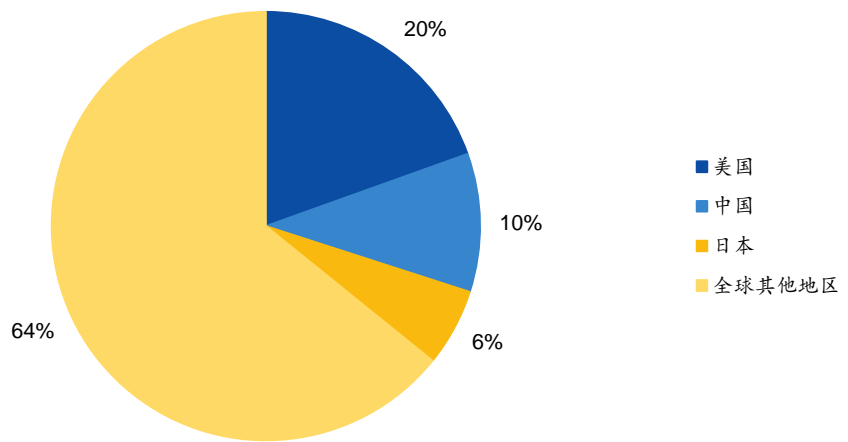


资料来源: 公司公告, 灼识咨询, 国元证券研究所

注：红色方框为朝云集团所参与细分市场

家居护理市场大但人均消费额仍有较大成长空间。整体来看，中国家居护理市场规模仅次于美国，是全球第二大的市场，但人均消费额方面有较大增长空间，2019年中国/美国人均家居护理产品消费额分别为4.8/51.7美元/人，美国人均消费额是中国的11倍。从行业空间来看，美国/英国/日本家居护理市场行业规模分别为对应织物护理市场规模的1.27/1.27/0.90倍，而中国家居护理零售额仅为织物护理的63.7%，国内家居护理市场有较大增长空间，我们认为主要的驱动因素主要是中国人均消费水平提升带来的产品渗透率的提升以及家居护理产品的多元化和高端化。

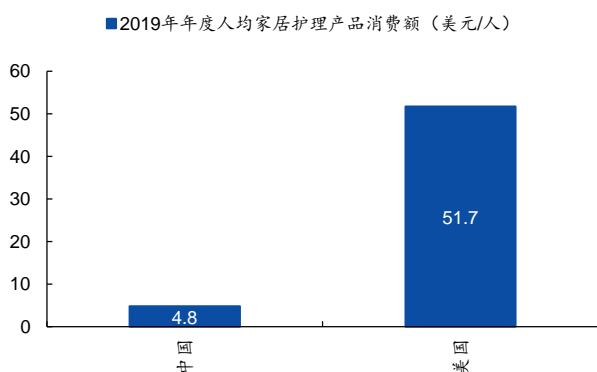
图 15：2021 年家居护理市场占比



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

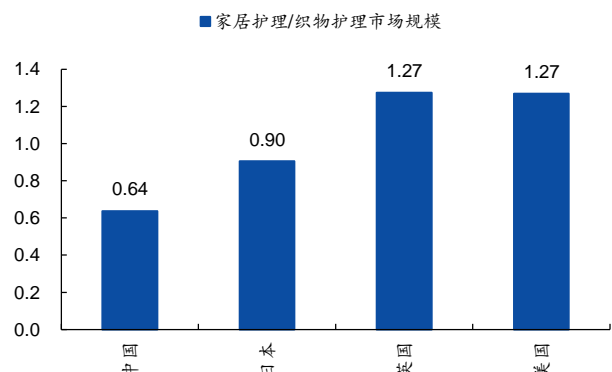
注：该口径来自欧睿数据库，与灼识咨询口径有所出入

图 16：中美 2019 年年度人均家居护理产品消费额



资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所

图 17：各国家家居护理零售额/织物护理零售额比例（倍）



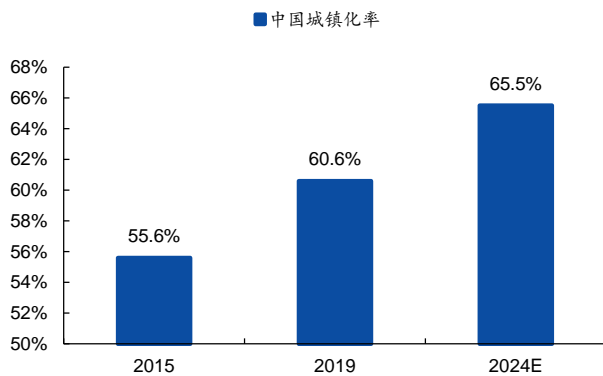
资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所

持续的城镇化进程叠加低线城市渗透率的上升，下沉市场是主要的发展方向。根据

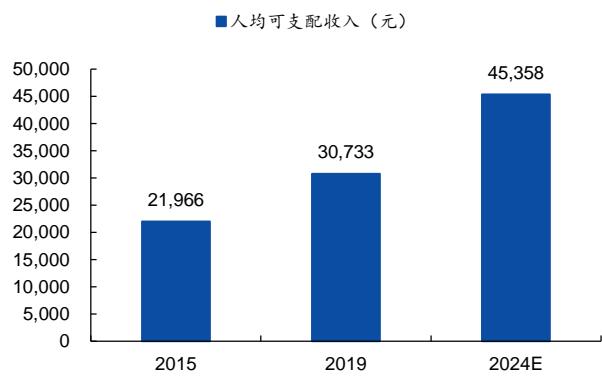
中国国家统计局及灼识咨询统计，中国持续的城镇化进程使得城镇化率从 2015 年的 55.6% 增至 2019 年的 60.6%，且有望继续保持增长于 2024 年达 65.5%。持续的城镇化令居民的居住环境更加优化，从而带动了对家居护理产品需求的增长。而现有城市中，低线城市渗透率不断提升并且有巨大的增长潜力，2019 年低线城市家居清洁/餐具护理/杀虫驱蚊/空气护理产品渗透率分别为 34.6%/63.3%/60.2%/15.8%，低于一、二线城市，未来随着人们对卫生和舒适居住环境的重视，预计渗透率会进一步提高，灼识咨询预计低线城市零售额在家居护理市场的占比会从 2019 年的 55.64% 增至 2024 年的 56.95%。

图 18：中国城镇化率不断升高

图 19：中国人均年可支配收入不断增加



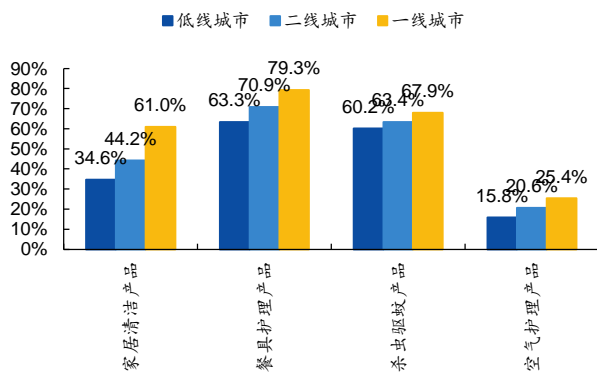
资料来源：公司公告，灼识咨询，国家统计局，国元证券研究所



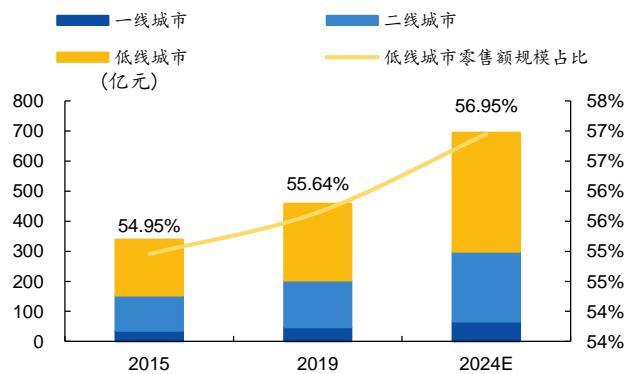
资料来源：公司公告，灼识咨询，国家统计局，国元证券研究所

图 20：家居护理产品在不同城市的渗透率

图 21：按城市县级划分家居护理零售市场规模



资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所



资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所

**产品升级及品类细化驱动细分市场高增。**家居护理企业通过技术创新对现有产品不断升级，以杀虫驱蚊市场为例，主流产品逐渐从传统产品（蚊香、饵剂、喷雾杀虫剂等）升级为新型产品（电热蚊香液、电热蚊香片），新型产品在功效、安全性能等方面较传统产品有一定的优势，灼识咨询预计新兴形态杀虫驱蚊产品 2019-2024 年的 CAGR 为 13.0%，增速远高于传统产品（1.7%）。此外，家居护理中不同场景对产品功能要求的侧重点也有所不同，中国儿童使用杀虫驱蚊市场规模于 2015 年的 3.9 增

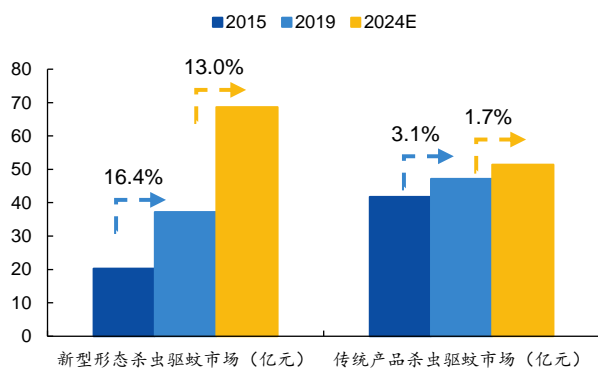
至 2019 年的 9.0 亿元，对应 CAGR 为 18.5%，且未来将会继续以高于行业整体的复合增速保持成长。

表 4：新兴驱蚊产品与传统产品对比

产品类别	工作原理	优点	缺点
蚊香	明火点燃热源，在长时间内均衡地将杀虫药剂释放	驱蚊效果明显	释放烟雾，有异味
传统产品饵剂	引诱害虫食用，传播同类，中毒致死	引诱力强，能从源头杀死害虫	可能使害虫获得抗药性
喷雾杀虫剂	将杀虫气体喷洒到空气中使害虫接触或吸收致死。杀虫效果好		对人体有害
新型产品 电热蚊香液/片	电加热恒温器，使杀虫药剂释放	安全环保，无烟无灰	不宜连续长时间使用
户外可携带产品（防蚊贴）	避蚊胺、驱蚊酯经过工艺处理涂抹在贴纸	便携、温和安全	持续时间短

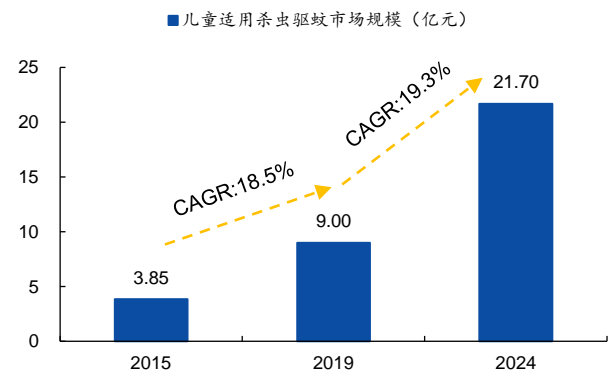
资料来源：亿渡数据，国元证券研究所

图 22：杀虫驱蚊行业新兴产品增长明显快于传统产品



资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所

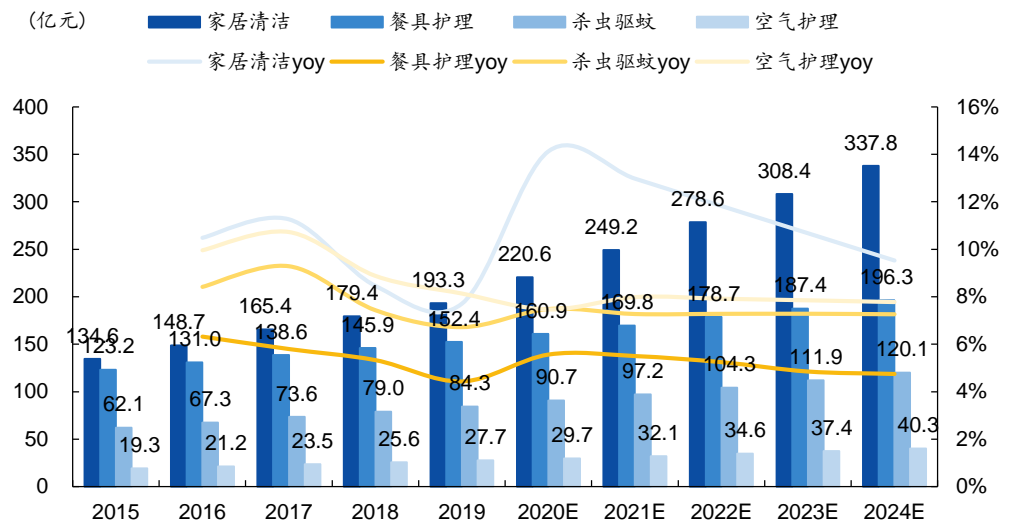
图 23：儿童使用杀虫驱蚊市场规模不断增长



资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所

在多因素驱动下，灼识咨询预计家居护理行业中家居清洁/餐具护理/杀虫驱蚊/空气护理市场规模将分别从 2019 年的 193.3/152.4/84.3/27.7 增至 2024 年的 337.8/196.3/120.1/40.3 亿元，对应 CAGR 分别为 11.8%/5.2%/7.3%/7.8%。

图 24：家居护理细分行业增长情况



资料来源：公司公告，灼识咨询，国元证券研究所

## 2.2 供给端：龙头竞争策略分化，行业格局稳固

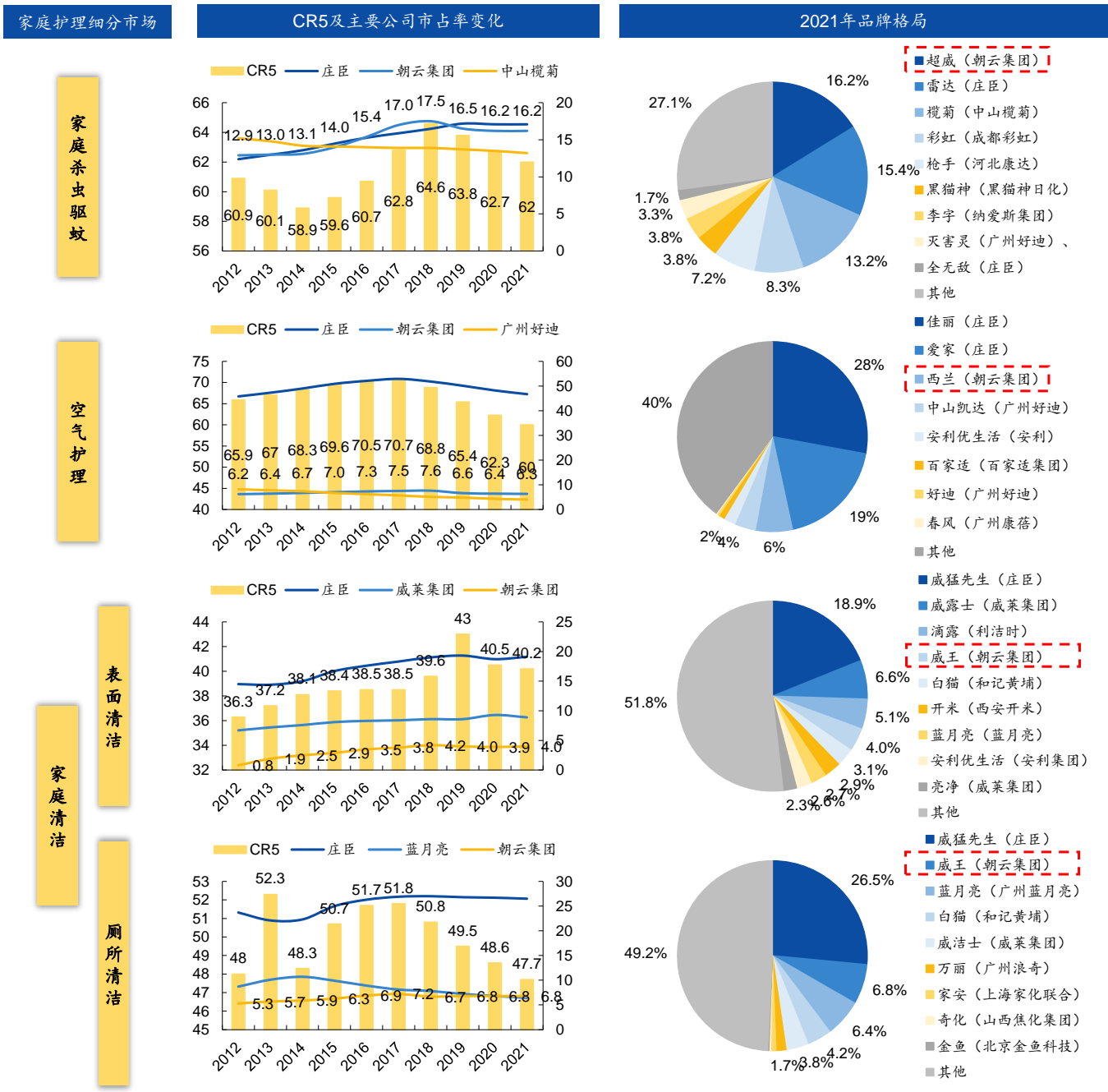
**市场格局稳固，多品牌战略及性价比策略并行。**据欧睿国际数据，家庭护理行业中，朝云集团主要参与杀虫驱蚊、空气护理、家居清洁等细分行业，这些市场竞争格局均较为稳定，杀虫驱蚊、空气护理行业 CR5 在 60%左右波动；表面清洁及厕所清洁 CR5。其中庄臣、广州好迪、威莱集团等公司采取多品牌战略，朝云集团则凭借较强的性价比针对中等收入人群市场在赛道中获得领先地位。

杀虫驱蚊市场主要为驱蚊片、驱蚊液等产品，2021 年超威（朝云集团）以 16.2% 的市占率占据首位；庄臣旗下雷达（15.4%）、全无敌（1.7%）两个品牌分别对应电蚊香液、杀虫气雾剂市场，是杀虫驱蚊市场最大的公司。产品端来看，雷达主攻高端市场，超威则以超强的性价比在电热蚊香液以及儿童电热蚊香液市场取得领先位置。

空气护理市场主要为固体香薰、除味喷雾、除臭剂等产品，2021 年庄臣旗下佳丽（27.9%）、爱家（18.7%）占据市场前两名，合计占有 46.6% 的市场份额，西兰在兼具香氛、除臭、悬浮功能的情况下，以较低的价格占据了 6.3% 的市场份额；其余品牌市占率均低于 5%。

家庭清洁市场中主要为表面清洁（清洁剂）、厕所清洁（洁厕灵）等产品，2021 年表面清洁/厕所清洁市场排名第一的品牌均为威猛先生（庄臣），市场份额远超过威露士、威王、蓝月亮等品牌。

图 25：家庭护理细分行业集中度及主要公司市占率变化情况



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

表 5：家庭护理市场主要品牌产品单价及有效成分对比

家庭护理市场	蚊香片品牌	规格 (销量最多产品)	单价 (元/40片)	有效化学成分
杀虫驱蚊市场	雷达 (庄臣)	29.9/72片	16.61	氯氟醚菊酯
	枪手 (河北康达)	26.9/72片	14.94	氯氟醚菊酯、炔丙菊酯
	彩虹 (成都彩虹)	39.9/150片	10.64	氯氟醚菊酯、炔丙菊酯

**表 5：家庭护理市场主要品牌产品单价及有效成分对比**

榄菊（中山榄菊）	32.9/120片	10.97	氯氟醚菊酯、炔丙菊酯
<b>超威（朝云集团）</b>	<b>29.9/120片</b>	<b>9.97</b>	<b>氯氟醚菊酯</b>
<b>电热蚊香液主要品牌</b>	<b>规格（销量最多产品）</b>	<b>单价（元/180ml）</b>	<b>有效化学成分</b>
雷达（庄臣）	34.9/68ml	92.38	四氟甲醚菊酯
枪手（河北康达）	39.9/180ml	39.90	氯氟醚菊酯
<b>超威（朝云集团）</b>	<b>29.9/150ml</b>	<b>35.88</b>	<b>氯氟醚菊酯</b>
榄菊（中山榄菊）	29.9/152ml	35.41	氯氟醚菊酯
彩虹（成都彩虹）	26.9/180ml	26.90	氯氟醚菊酯
<b>儿童电热蚊香液</b>	<b>规格（销量最多产品）</b>	<b>单价（元/180晚）</b>	<b>有效成分</b>
安速速贝童（阿斯制药）	38.0/90晚	76.00	四氟甲醚菊酯
雷达佳儿护（庄臣）	49.9/180晚	49.90	四氟甲醚菊酯
榄菊儿宝健（中山榄菊）	39.9/180晚	39.90	四氟甲醚菊酯
彩虹乖乖（成都彩虹）	36.8/180晚	36.80	四氟甲醚菊酯
<b>超威贝贝健（朝云集团）</b>	<b>39.9/360晚</b>	<b>19.95</b>	<b>四氟甲醚菊酯、法国进口 Total 溶剂</b>

注：杀虫驱蚊市场中氯氟醚菊酯驱蚊效果好于炔丙菊酯，四氟甲醚菊酯则更加注重安全性，多用于儿童产品

<b>空气清新剂主要品牌</b>		<b>规格（销量最多产品）</b>	<b>单价（元/70g）</b>	<b>有效化学成分</b>
REZUZIT（德国汉高）	27.93/198g	9.87	卡拉胶、芳香剂、着色剂	
Glade（庄臣）	19.9/170g	8.19	香精、凝胶剂	
小林制药（日本小林制药）	35/400ml	6.13	氨基酸类消毒剂、香料、界面活性剂、色素	
风信清 Febreze（宝洁）	59.9/740ml	5.67	玉米衍生的除臭活性物、除菌活性物	
爱家 ALL Joy（庄臣）	26.9/352g	5.35	香精、表面活性剂、凝胶剂	
凯达（广州好迪）	19.9/280ml	4.98	香精、推进剂	
碧芳菲（中山榄菊）	14.9/210g	4.97	香精油、凝胶剂	
<b>西兰（朝云集团）</b>	<b>49.9/840g</b>	<b>4.16</b>	<b>香精、表面活性剂、凝胶剂</b>	
花仙子 Farcent（台湾花仙子）	19.9/350ml	3.98	植物精油、植物萃取液	
绿岛（浙江绿岛）	14.9/352g	2.96	香精、海藻胶、表面活性剂、色素	

注：香氛功能由香精、香料、芳香剂、香精油等提供；除臭功能由表面活性剂、植物精油、消臭剂、界面活性剂、除臭活性物、除菌活性物等提供；悬浮功能由表面活性剂、凝胶剂、卡拉胶、海藻胶等提供。

<b>厨房清洁剂主要品牌</b>		<b>规格（销量最多产品）</b>	<b>单价（元/500ml）</b>	<b>有效化学成分</b>
花王（花王）	39.9/500ml	39.90	界面活性剂、泡沫调整剂、碱性物质	
奥妙（联合利华）	29.9/960g	15.57	植物衍生表面活性剂、茶树精油（有不伤手的效果）、碳酸氢钠	
蓝月亮（广州蓝月亮）	59.8/2000g	14.95	表面活性剂、去污清洁剂	
<b>威王（朝云集团）</b>	<b>23.9/920g</b>	<b>12.99</b>	<b>表面活性物、聚合物、溶剂、碱性物质</b>	
威猛先生（庄臣）	54.9/2480g	11.07	表面活性剂	
<b>超威（朝云集团）</b>	<b>29.9/1500g</b>	<b>9.97</b>	<b>APG、表面活性剂、去污剂、杀菌助剂、碱性助剂</b>	

注：乳化功能由表面活性剂提供，碱性物质与表面活性剂混合，油污溶解性增加，去污效果增强。溶解功能由有机溶剂提供，溶剂对油污具有良好的溶解功能，例如奥妙中添加茶树精油用于溶解污垢，刺激性低，抗菌活性强。

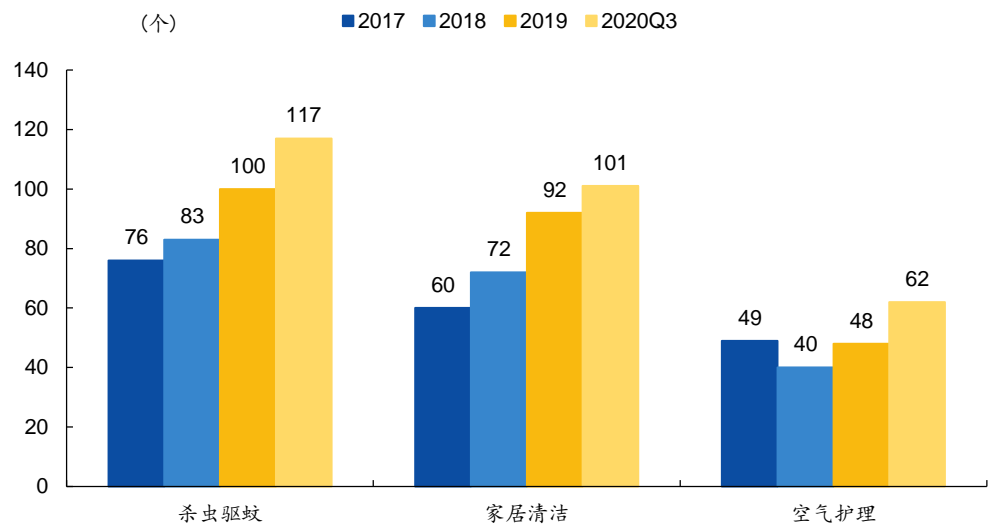
资料来源：各品牌天猫、京东旗舰店，国元证券研究所；价格统计时间为 2022 年 7 月 11 日

表 5: 家庭护理市场主要品牌产品单价及有效成分对比

### 2.3 朝云亮点：研发砥砺前行，渠道引领变革

**创新研发体系，产品矩阵持续扩张。**公司建立了强大的核心技术平台，配合依靠数据打通的中台、实现了跨品类技术共享；公司目前拥有四个功能实验室，在有效支持多个产品品类的产品配方、包装材料、生产工艺等方面研究开发的情况下亦能根据不断变化的消费者需求进行新产品的开发。存续期间公司对杀虫驱蚊、家居清洁、空气护理等多个品类的产品中推陈出新，对应 SKU 数量也获得较快增长。

图 26: 朝云集团家居护理产品 SKU 数量



资料来源：公司公告，国元证券研究所

表 6: 公司向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级

品类	具体产品	推出时间	特点
杀虫驱蚊	超威防蚊网	2018 年	改良型驱蚊剂，在室内下会挥发而不需点燃或通电，可持续 30 或 100 天
	贝贝健防蚊网	2020 年	
	贝贝健驱蚊啫喱	2019 年	首批使用羟吡啶的驱蚊剂之一，啫喱质地无刺激性、温和配方，可为儿童提供长达八小时安全、久保护
家居清洁	超威小旋风驱蚊片	2014 年	可携带离心式室温下具挥发性的驱蚊产品，提供持续的防蚊保护
	威王除菌包	2020 年	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；发售两个月内实现了 5000 万零售额。
	威王橙宝厨房清洁剂	2020 年	可强力瓦解重垢且具有安全、无毒、可生物降解、环保特点
	洗衣机槽清洁剂	2013 年	率先采用活氧技术并引领洗衣机槽清洁剂的快速发展
空气护理	威王厨房清洁剂	2012 年	采用公司的荷花洁净技术，有效减少清洁后的污垢附着
	西兰去味香珠	2019 年	率先推出具有除甲醛除臭功能的香珠产品

表 6: 公司向市场推出的主要新产品或对现有产品的升级

西兰防蛀片	2018 年	率先推出含拟除虫菊酯的防蛀产品, 提高了安全性和持效性
西兰藤蔓香薰	2017 年	率先将卧室用高端无焰藤蔓香薰产品扩展到大陆线下渠道

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

积极与业内公司进行技术联动, 精准切入细分市场。朝云集团与江苏扬农化工股份有限公司、大日本除虫菊株式会社、日本狮子化学株式会社、立白集团大等数个行业领先的公司进行技术合作, 具备不断推出改良配方和剂量新产品的能力。公司早期通过对市场和消费者的研究判断家居清洁市场潜力较大, 但本土市场缺乏有创新力的品牌, 因而公司推出威王品牌, 威王也在 5 年后成长为中国排名第二大的品牌, 2019 年有两款产品营收超过 1 亿元; 公司也意识到随着消费升级, 儿童适用杀虫驱蚊市场尚未得到满足, 于 2010 年推出儿童适用品牌贝贝健, 2019 年该品牌零售额 3.72 亿元, 市场份额占比 41.4%, 排名第一。

表 7: 2019 年朝云集团零售额超过 1 亿元的产品

产品/产品系列	特点
超威电热蚊香液 (清香)	稳定挥发, 持续有效驱蚊, 低 VOC 释放。
贝贝健无香电热蚊香液	首批为儿童开发的无香配方电热蚊香液之一。
威王洁厕剂	首批可在 30 秒内除菌率达 99.9% 的洁厕液之一; 实际无毒级。
超威强效洁厕净	一个 SKU 创造零售额人民币 150 百万元, 在中国取得领先市场地位。
威王油烟机重油污净	高效去垢, 实际无毒级, 疏水快干技术。

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

线上渠道发力, 自营商店高景气。据灼识咨询统计, 2019 年中国家居护理产品线上渠道销售占比为 19.2%, 远低于消费电子 (45.8%)、家电 (44.5%)、服装鞋履 (34.3%) 等消费品, 预计随着网购习惯的普及以及电商科技的快速发展, 家居护理行业线上渠道规模有望增至 2024 年的 208 亿元, 对应占比为 30.0%。公司自 2018 年起重点开发线上渠道, 从最初的分销商至发展自营商店; 其中朝云集团在天猫设立了第一家自营店铺, 随后在几年的发展中逐渐扩张至其他平台, 截至 2021 年底, 朝云集团已经在天猫、京东、拼多多等主要电商平台上的 18 家自营线上商店向消费者进行销售, 获评了天猫金妆奖 2021 年度最具成长性单位。

图 27: 朝云集团线上分销商数量 (家)

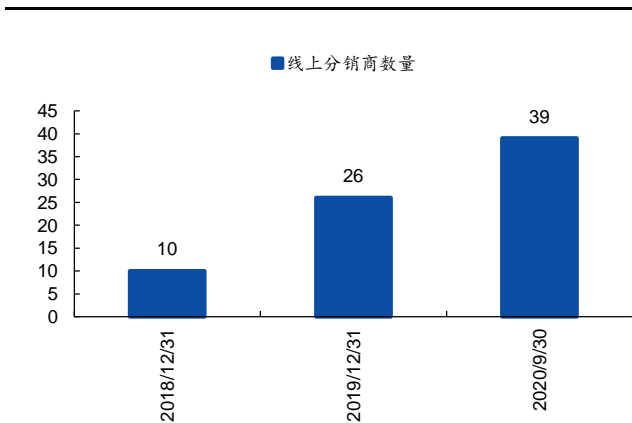
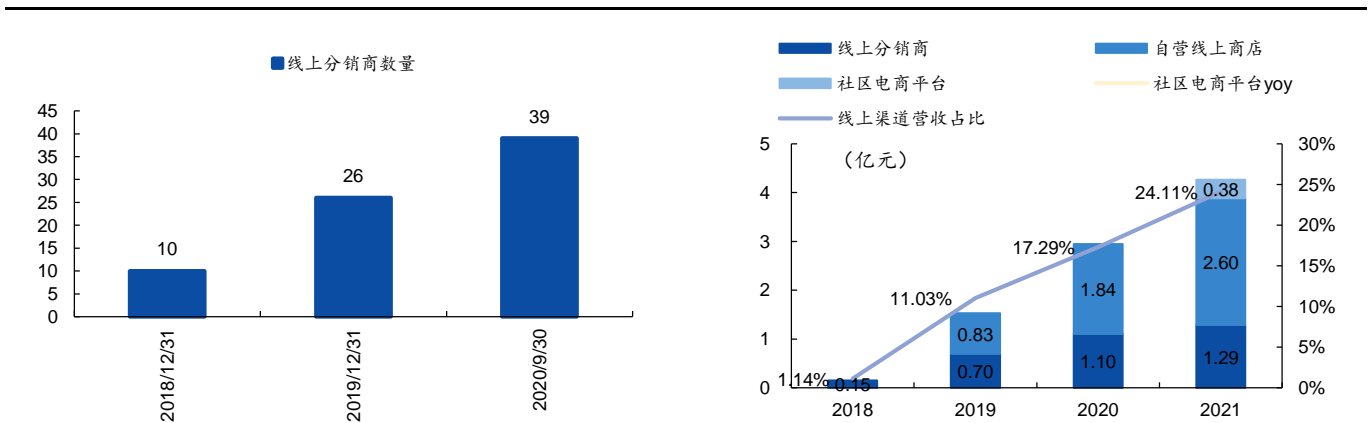


图 28: 朝云集团线上渠道营收占比逐渐增加



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**表 8：朝云集团自营线上商店**

自营线上商店	成立时间	定位/成就
超威家居日用旗舰店	2014 年 12 月	1. 于 2020 年超威蚊学说营销计划期间，吸引约 400,000 造访人次； 2. 推出新款薄荷香型驱蚊产品，2020 年 3 月至 6 月期间，在天猫的所有电热蚊香液类目中搜寻、交易金额和品牌均排名第一。
贝贝健旗舰店	2019 年 2 月	1. 领导儿童适用的驱蚊杀虫产品； 2. 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“寻找发光体”。

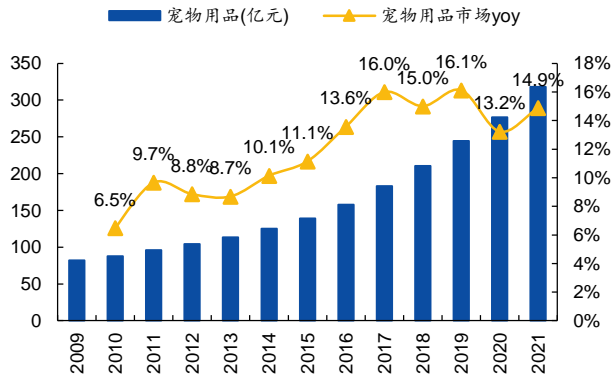
资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 3. 宠物护理市场：高增蓝海，蓄势待发

#### 3.1 需求端：独居时代来临，市场快速成长

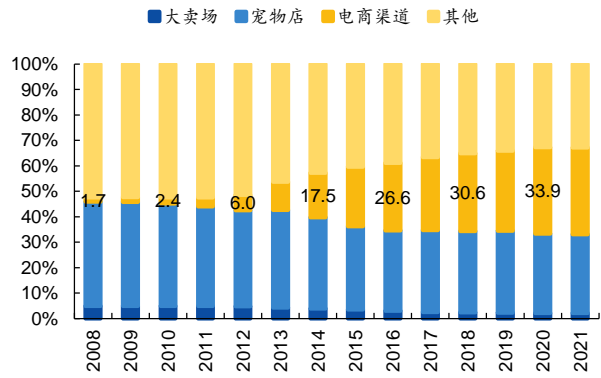
**市场快速成长，渠道偏好线上。**据欧睿国际统计，中国宠物护理市场主要包括宠物食品以及宠物用品两类，其中宠物用品包括猫砂、保健品、膳食补充剂和其他宠物产品，宠物食品包括猫粮、狗粮及其他食品。我国宠物市场处于发展较快的阶段，宠物用品/食品市场规模分别从 2016 年的 158/159 亿增至 2021 年的 318/482 亿元，对应 CAGR 分别为 15.0%/24.8%。从渠道看，伴随电商的发展，越来越多的宠物主选择从电商渠道购买宠物护理用品，宠物用品/食品电商渠道营收占比分别从 2008 年的 1.7%/0.2% 增至 2021 年的 34.1%/60.9%，对应增长 32.4/60.7pct，主要系因为线上渠道购买方便，促销活动多等因素。

图 29：宠物用品市场规模变化情况



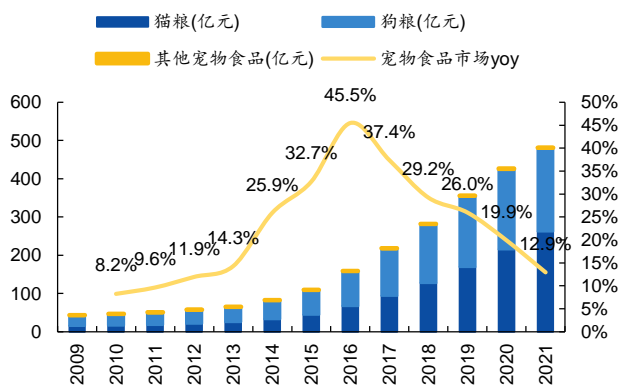
资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

图 30：宠物用品渠道占比变化



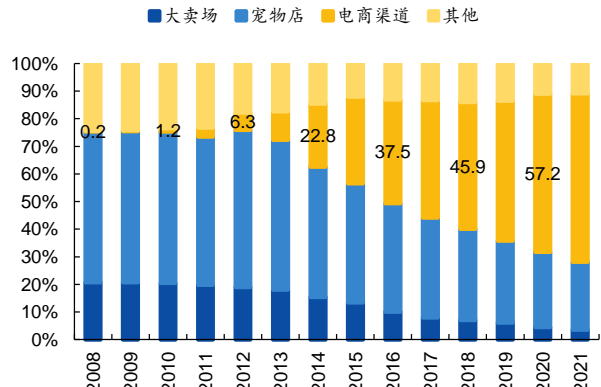
资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

图 31：宠物食品市场规模变化情况



资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

图 32：宠物食品渠道占比变化



资料来源：Euromonitor International, 国元证券研究所

**独居时代来临，养宠家庭占比及户均养宠数量均存在提升空间。** 宠物行业的发展与人均 GDP 高度相关，2019 年中国人均 GDP 突破 1 万美元，宠物消费市场整体也进入快速发展阶段。需求端方面，据青山资本 2021 年度消费报告指支出，2021 年中国独居人口已经高达 9200 万人，占当年总人口数量的 6.5%，越来越多的独居群体需要陪伴。当前，中国/日本/美国养猫家庭比例分别为 14.9%/9.0%/37.0%，户均养猫数量分别为 1.2/1.9/1.9 只每户；中国/日本/美国养狗家庭比例分别为 16.9%/9.4%/43.9%，户均养狗数量分别为 1.0/1.3/1.6 只每户；中国养宠家庭占比以及户均养宠数量均有较大提升空间。

图 33：中国人均 GDP 已达 1 万美元

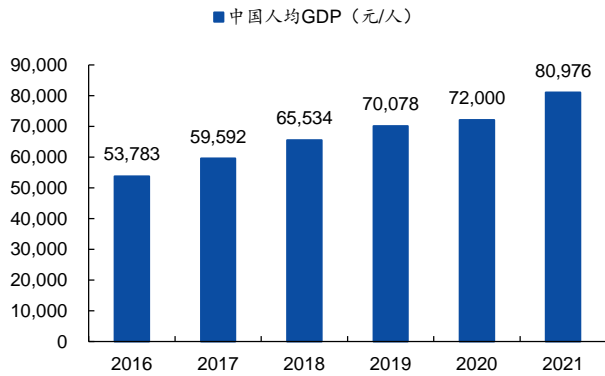
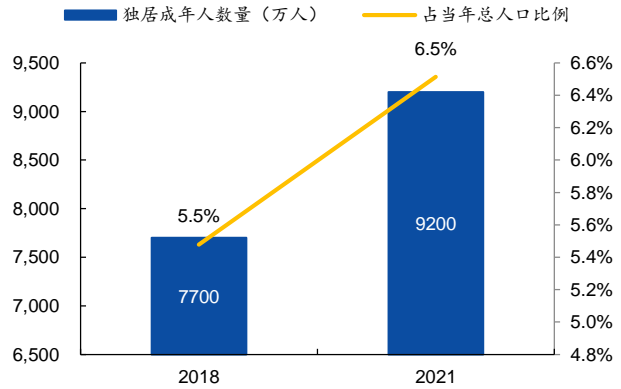


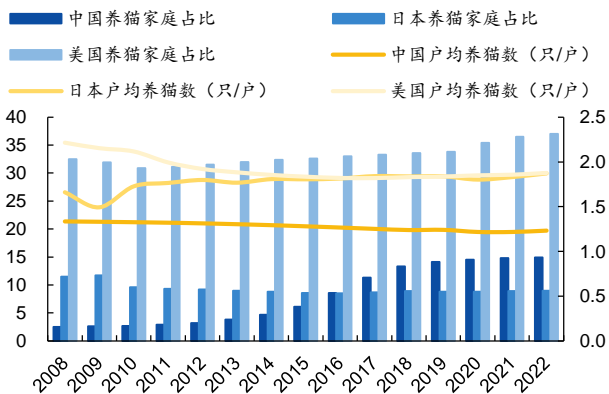
图 34：2021 年中国独居成年人数量达 9200 万人



资料来源：Wind，国家统计局，国元证券研究所

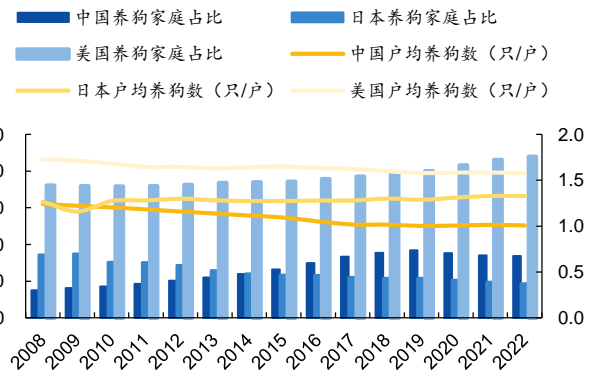
资料来源：民政部，青山资本，国元证券研究所

图 35：中、日、美养猫家庭占比以及户均数量对比



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

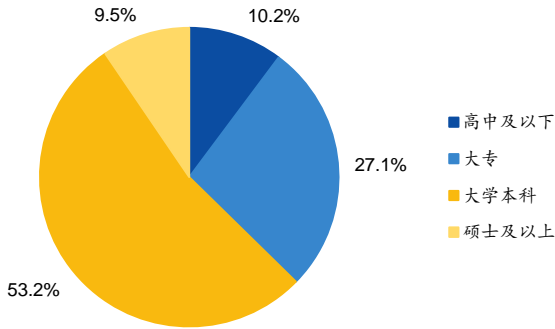
图 36：中、日、美养狗家庭占比以及户均数量对比



资料来源：Euromonitor International，国元证券研究所

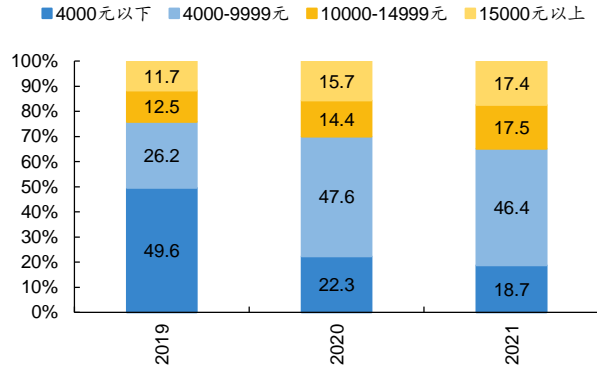
宠物主具有高学历、高收入特征，单宠消费额有望进一步上升。根据第七次人口普查结果，我国劳动年龄人口中大专及以上学历受教育程度人口 2.08 亿人，占劳动年龄人口的 23.61%，而宠物主学历有 90%在大专及以上学历，相较而言多数宠物主具有学历较高的特征。收入方面，2021 年有 34.9%的宠物主月收入在 10000 元以上，且大多数宠物主对宠物角色的定位是家人、朋友，在宠物方面的消费具有较大提升空间。

图 37：宠物主学历分布



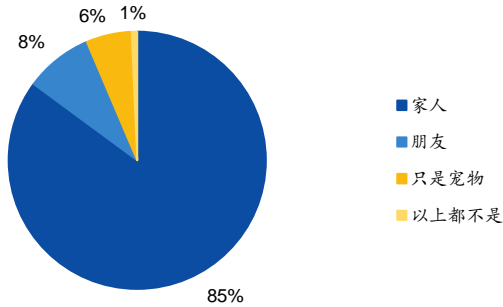
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书消费报告》，派读宠物行业大数据平台，国元证券研究所

图 38：宠物主月收入分布



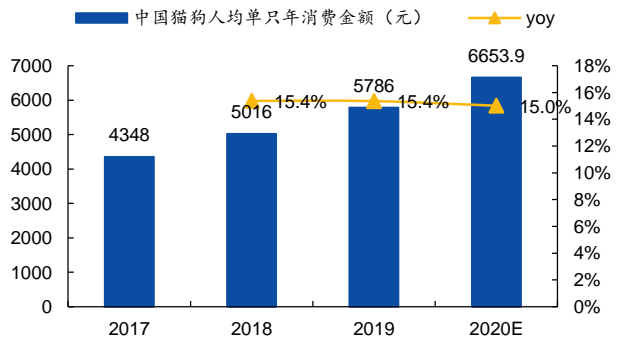
资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书消费报告》，派读宠物行业大数据平台，国元证券研究所

图 39：2021 年宠物主对宠物角色的认知



资料来源：《2021 年中国宠物行业白皮书消费报告》，派读宠物行业大数据，国元证券研究所

图 40：中国宠物年均消费额变化

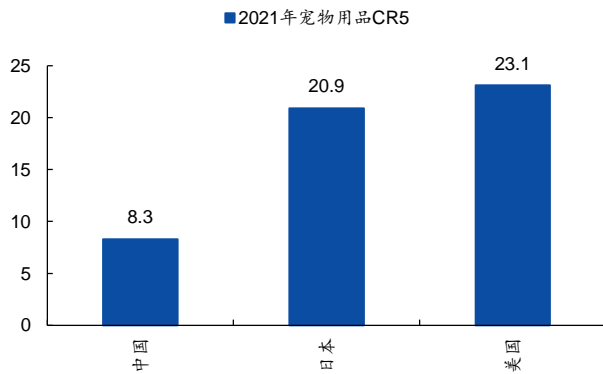


资料来源：IT 桔子，国元证券研究所

### 3.2 供给端：蓝海竞争方兴未艾，国货崛起势不可挡

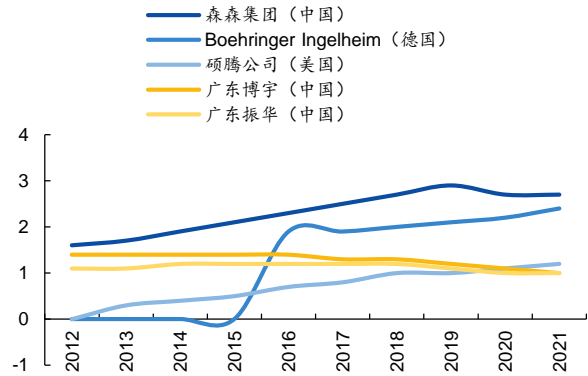
格局尚待优化，国产化趋势开始显露。据欧睿国际数据，2021 年中国宠物用品/食品 CR5 分别为 8.3%/17.4%，远低于日本的 20.9%/63.5%和美国的 23.1%/70.6%，市场尚未至完全竞争状态。从主要玩家来看，宠物用品市场玩家主要为国内企业，而宠物食品行业玩家则是由玛氏、雀巢等国际知名品牌占据较大市场，但随着国内玩家逐渐发展以及产品开始逐步受到认可，中宠、比瑞吉等国内企业市占率开始上升。

图 41: 2021 年中日美宠物用品 CR5 对比 (%)



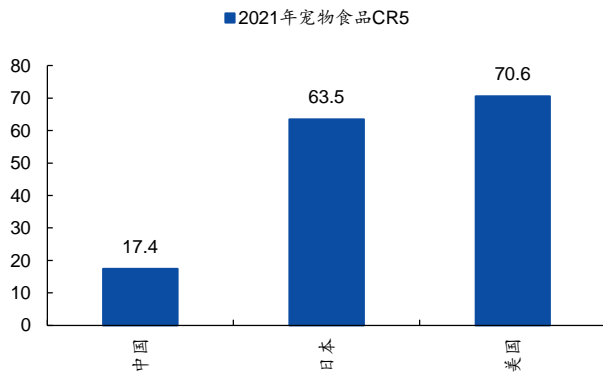
资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 42: 2021 年中国宠物用品市占率前五份额变化情况 (%)



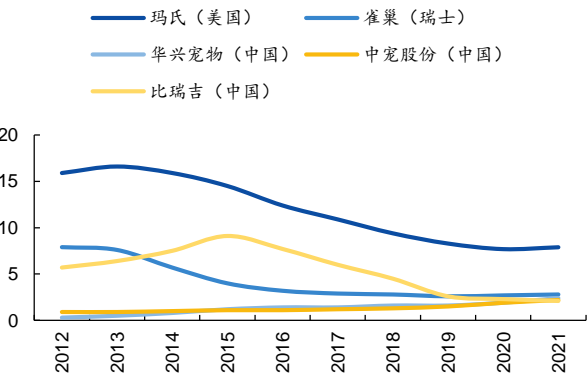
资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 43: 2021 年中日美宠物食品 CR5 对比 (%)



资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

图 44: 2021 年中国宠物食品市占率前五份额变化情况 (%)



资料来源: Euromonitor International, 国元证券研究所

当前市场肉粉产品居多, 鲜肉主料产品存在溢价空间。成猫、成犬粮主要成分为原料以及添加剂。原料组成主要包括鲜肉、鲜鱼、肉粉、谷物及谷物制品、豆类、鸡油、甜菜粕、鱼油、果蔬等, 添加剂主要包括氨基酸和矿物质。从原料端来看, 宠粮主要原料价格从低到高依次为谷物及其制品、各种肉粉、鲜肉及鲜鱼。从产品端来看, 猫粮中妙好、伟嘉原料主要采用谷物及其制品, 价格在 25 元/kg 以下; 皇家、顽皮、伯纳天纯、比瑞吉等大多数品牌主料为肉粉, 价格在 40-70 元/kg 之间; 使用鲜肉(倔强嘴巴)、鲜鱼(加拿大冠军)、冻肉(GO)为主料的品牌价格则往往较高, 每千克猫粮价格在 70 元以上。

**表 9：宠物猫粮及狗粮主要品牌对比**

宠物猫粮品牌	成猫粮规格	单价 (元/kg)	原料组成	市场份额 (%)
倔强嘴巴 (朝云集团)	159 元/2kg	79.50	鲜鸡肉 (36.5%)、鲜鸭肉 (15.4%)、鱼 (12%)、鸭油、冻干鱼、冻干蛋黄、鸡肝粉、鱼油、蛋粉、乳钙	-
皇家 (美国玛氏)	474.3 元/8kg	59.29	谷物及谷物粉、鸡肉粉、鸭肉粉等肉粉、鸡肉骨粉等肉骨粉、鸡油、甜菜粕、大豆油	5.9%
渴望 (加拿大冠军宠物食品)	620.1 元/5.4kg	114.83	沙丁鱼、鳕鱼等鲜鱼 (58%)、鲱鱼等脱水鱼 (21.5%)、鱼油、豆类、果蔬	2.5%
伟嘉 (美国玛氏)	194 元/10kg	19.40	谷物及其制品、肉类及其制品、鸡油、矿物质、甜菜粕	2.2%
顽皮 (烟台中宠)	219.9 元/10.8kg	20.36	鸡肉粉、谷物及其制品、豆类、鸡油、冻干三文鱼、鱼油、甜菜粕、果蔬粉	1.7%
伯纳天纯 (上海依蕴)	365/10kg	36.50	鸡肉粉、金枪鱼粉、豌豆粉、鸡油、马铃薯粉、金枪鱼、果蔬粉、乳钙	1.7%
比瑞吉 (上海比瑞吉)	623 元/12kg	51.92	鸡肉粉、鸭肉粉、谷物、豌豆、鸭油、鱼粉、啤酒酵母粉、蛋黄粉、海藻粒、果蔬	1.6%
GO (加拿大百加世)	479 元/7.26kg	65.98	鸡肉粉、鸭肉粉等肉粉、冻肉、冻鱼、鸡油、豌豆、谷物、果蔬及果蔬干	1.5%
冠能 (雀巢)	372 元/7kg	53.14	鸡肉粉、谷物及谷物粉、鸡油、甜菜粕	1.3%
妙好 (日本伊纳宝)	166.6 元/8.5kg	19.60	谷物及其制品、肉类及其制品、鱼粉、鸡油、甜菜粕	1.1%
宠物狗粮品牌	成犬粮规格	单价 (元/kg)	原料组成	市场份额 (%)
倔强嘴巴 (朝云集团)	19.9 元/0.3kg	66.33	鲜鸡肉 (28.77%)、鲜鸭肉 (16.94%)、豌豆、鱼 (9%)、红薯粉、鸭油、动物蛋白粉、鱼油、果蔬及果蔬粉	-
皇家 (美国玛氏)	424.15 元/6kg	70.69	谷物、鸭肉粉、鸡肉粉、牛油、鸡油、甜菜粕、大豆油、啤酒酵母粉、天然叶黄素	4.1%
力狼 (华兴宠物食品)	258 元/20kg	12.90	鸡肉粉、牛肉粉等肉粉、谷物、鸡油、甜菜粕	2.9%
顽皮 (烟台中宠)	119 元/12kg	9.92	鸡肉粉、谷物及其制品、鸡油、鸡水解膏、豌豆、甜菜粕、果蔬粉	2.8%
奥丁 (华兴宠物食品)	248 元/15kg	16.53	鸡肉粉、牛肉粉等肉粉、谷物及其制品、鸡油、牛油、甜菜粕、果蔬粉	2.5%
伯纳天纯 (上海依蕴)	409 元/15kg	27.27	鸡肉粉、羊肉粉等肉粉、谷物、豌豆粉、鸡油、冻羊肉、蛋黄粉、亚麻籽、果蔬粉、乳钙	2.5%
宝路 (美国玛氏)	219 元/15kg	14.60	谷物及其制品、肉类及其制品 (鸡肉粉及鸭肉粉)、豆油、矿物质、甜菜粕、豌豆	2.2%
耐威克 (上海耐威克)	418 元/20kg	20.90	鸡肉粉、甘薯粒、豌豆、鱼粉、鸡油、牛油、冻鸡肉、蛋黄粉、果蔬	2.0%
比瑞吉 (上海比瑞吉)	144 元/1.8kg	80.00	鸭肉粉、鸡肉粉、谷物、豌豆、鸭油、甜菜粕、果蔬、海藻粒	1.9%
冠能 (雀巢)	441 元/7kg	63.00	鸡肉粉、谷物及谷物粉、鸡油、大豆粕、甜菜粕	1.9%

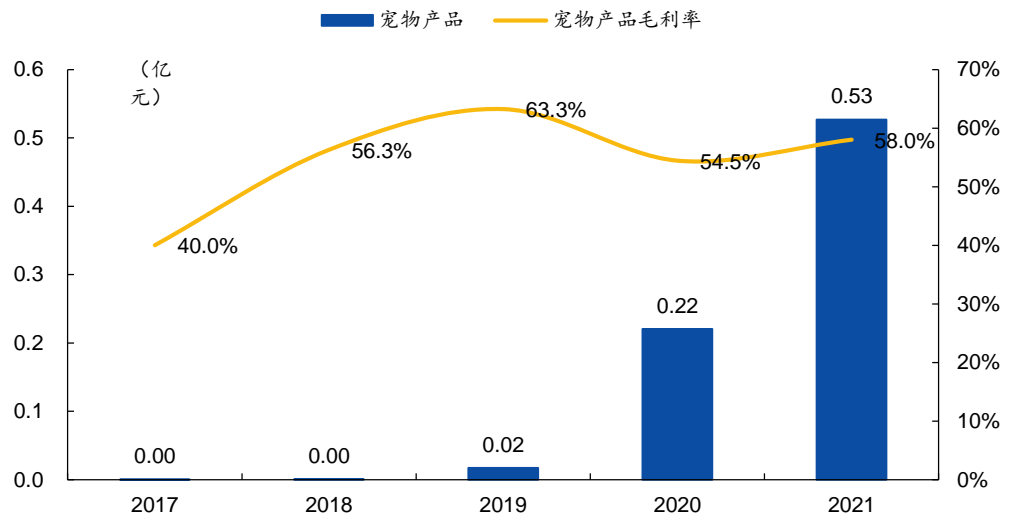
资料来源：各品牌天猫、京东旗舰店，国元证券研究所

注：选取了各品牌销量最高的产品，价格统计时间为 2022 年 7 月 11 日

### 3.3 朝云亮点：鲜肉宠粮符合宠主偏好，外延并购扩充宠物版图

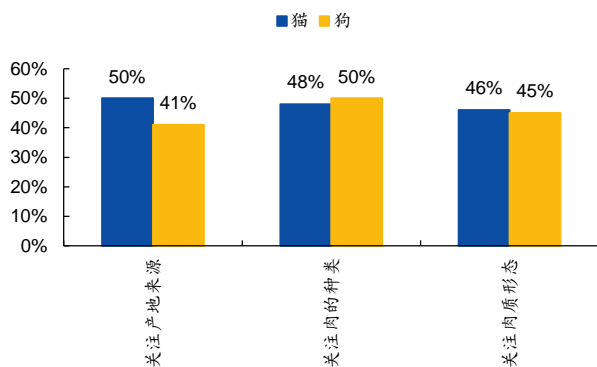
**鲜肉宠粮打入高端市场。**公司于2021年4月成立“倔强嘴巴”品牌并于同期上市首款冻干鲜肉粮，主粮特色为6小时鲜肉宠物粮，不添加肉粉。相对于市场现主流产品，公司产品品质更高且更加符合现有宠物主对宠粮中鲜肉成分的偏好，有望打入高端宠粮市场进一步实现在宠物行业营收的快速增长。

图 45：宠物护理行业营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

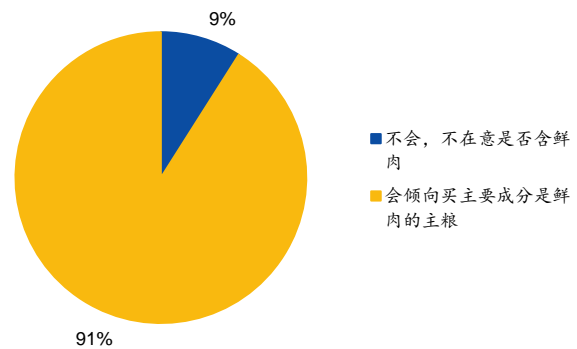
图 46：宠物主对于肉类食材的关注因素



资料来源：第一财经，国元证券研究所

注：数据来源与2021年4月第一财经调研数据；数据说明：您会倾向购买主要成分是鲜肉的宠物粮吗？；“猫主人”N=629，“狗主人”N=552

图 47：宠物主对鲜肉成分的偏好



资料来源：第一财经，国元证券研究所

注：数据来源与2021年4月第一财经调研数据；数据说明：您会倾向购买主要成分是鲜肉的宠物粮吗？；N=1320

**充裕在手现金流，积极外延并购打造宠物行业版图。**2021年末公司持有现金及现金

等价物 25.58 亿元，可用于业务发展以及战略业务兼并购。2022 年 4 月，朝云集团收购中博绿亚实际控制人刘高升先生持有的 23.45% 股权，并通过注资的形式收购中博绿亚的 8.5625% 股权，操作完成后朝云集团合计持有中博绿亚 30.0046% 的股份，成为其第二大股东，并获得未来中博绿亚出让股权时的优先购买权。中博绿亚是一家宠物健康用品研发商，注重宠物健康领域研发、生产和销售。公司拥有小宠和安力达两个品牌产品。提供肠胃健康、消毒杀菌、关节补钙、体外驱虫及营养素等系列产品，致力于为用户提供相关的宠物产品及服务。公司有望通过与中博绿亚的合作布局宠物药及宠物保健品市场。

**表 10：中博绿亚概况**

项目	中博绿亚概况
成立时间	2006 年
定位	国内领先的专注宠物药及宠物保健品生产、研发、销售和服务于一体的国家高新技术企业
渠道	在国内宠物行业拥有全渠道布局能力，覆盖线下宠物门店和宠物医院网点超 1 万家，医师团队每年为近 2000 万用户提供养宠咨询服务。
技术	国家发明专利技术 6 项、实用新型专利 10 项、版权著作 10 项，已获得兽药批文 20 个，其中二类新兽药批文 5 个、五类新兽药批文 1 个、在研新药 15 个，同时拥有完善的宠物药和保健品生产线

资料来源：公司官网，国元证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 关键假设

**(1) 家居护理：**家居护理产品是公司的主要收入来源之一，截至 2021 年底公司有 1149 家分销商，公司有望通过稳扎稳打进一步融合立白集团数量众多的线下分销商网点进行销售从而扩大营收规模，其中 2022 年 H1 受疫情防控以及季节变化影响，杀虫驱蚊产品销售受到影响。我们预计 2022-2024 年家居护理产品收入增速分别为 -2.12%/25.66%/21.40%，毛利率水平分别为 43.26%/43.23%/42.32%；

**(2) 个人护理：**公司通过收购润之素切入花露水、洗手液等个人护理赛道，市占率均位于行业前列；公司将组建个人护理业务专业团队，对现有个人护理产品品类（花露水、香皂、洗手液等）进行产品品类的延展以实现个人护理业务的快速发展。我们预计 2022-2024 年个人护理产品收入增速分别为 13.21%/34.07%/26.49%，毛利率水平分别为 47.14%/46.23%/46.74%；

**(3) 宠物护理：**宠护护理市场包括宠物用品和宠物食品，宠物食品方面，公司全力发展宠物纯鲜肉主粮业务，在拓展线下渠道的同时也进一步拓展了代工业务。2022 年 4 月公司战略投资中博绿亚，预计将切入宠物保健业务，辽阔的宠物消费市场以及暂未达到完全竞争的格局令公司有望在宠物行业开辟第二增长曲线。我们预计 2022-2024 年宠物护理产品收入增速分别为 95.70%/73.50%/52.24%，毛利率水平分别为 60.00%/59.02%/59.51%。

## 4.2 收入及盈利预测

产品端我们看好公司切入宠物行业带来的辽阔增长空间；渠道端认为公司线上线下齐头并进的全渠道覆盖策略有望实现多维度的增长。我们看好公司长期的发展能力，预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 17.99、23.18、28.75 亿元，归母净利润分别为 1.12、1.42、1.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.08、0.11、0.12 元/股，当前股价对应 PE 分别为 22.26、17.46、15.82。首次覆盖，给予“增持”评级。

图 48：朝云集团盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1,383.40	1,702.15	1,769.16	1,799.04	2,317.90	2,875.45
yoy		23.04%	3.94%	1.69%	28.84%	24.05%
家居护理	1,300.24	1,560.53	1,608.31	1574.21	1978.16	2401.48
yoy		20.02%	3.06%	-2.12%	25.66%	21.40%
个人护理	71.50	108.43	100.82	114.13	153.02	193.56
yoy		51.66%	-7.02%	13.21%	34.07%	26.49%
宠物护理	1.74	22.04	52.66	103.06	178.81	272.22
yoy		1164.43%	138.95%	95.70%	73.50%	52.24%
其他产品	9.92	11.16	7.37	7.64	7.91	8.20
<b>营业成本</b>	783.54	959.57	981.73	1000.36	1284.44	1604.58
<b>毛利润</b>	599.86	742.58	787.43	798.68	1033.46	1270.87
yoy		23.79%	6.04%	1.43%	29.40%	22.97%
销售费用	334.23	372.03	526.39	495.64	636.26	805.13
管理费用	62.42	84.58	179.00	143.92	181.95	230.04
财务费用	0.30	2.65	1.61	2.22	2.49	3.31
其他净费用	29.30	10.00	39.87	10.00	24.94	24.94
<b>除税前利润</b>	232.22	293.33	120.29	146.90	187.82	207.46
所得税费用	-47.86	-60.42	-29.52	-36.72	-46.95	-51.86
少数股东损益	-0.80	9.13	-1.33	-1.33	-1.33	-1.33
<b>归母净利润</b>	185.164	223.781	92.093	111.50	142.19	156.92
yoy		20.86%	-58.85%	21.08%	27.52%	10.36%
<b>经调整净利润</b>	197.66	261.62	103.76	111.50	142.19	156.92
yoy		32.36%	-60.34%	7.47%	27.52%	10.36%

资料来源：Wind，国元证券研究所测算

表 11：朝云集团盈利预测

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,702.15	1,769.16	1,799.04	2,317.90	2,875.45
收入同比 (%)	23.04%	3.94%	1.69%	28.84%	24.05%
归母净利润	261.62	103.76	111.50	142.19	156.92
归母净利润同比 (%)	32.36%	-60.34%	7.47%	27.52%	10.36%
每股收益 (元)	0.17	0.07	0.08	0.11	0.12
市盈率(P/E)	11.09	26.95	22.26	17.46	15.82

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：采用 2022 年 7 月 11 收盘价进行计算；汇率按 1 港元=0.85 元人民币计算；

## 4.3 估值

考虑到公司主营业务为家居护理及个人护理业务，我们选取处于日化赛道的上海家化 (600315.SH)、珀莱雅 (603605.SH) 作为可比公司，采用 PE 法对其进行估值。上海家化、珀莱雅 2022 年归母净利润采用 Wind 一致预期，2022 年预测的 PE 分别为 30.29、59.27 倍，平均值为 44.78 倍。按照我们的盈利预测，朝云集团对应 2022 年预测的 PE 为 22.26 倍，低于可比公司平均值。

**表 12: 朝云集团 2022 年预测 PE 低于可比公司的平均值**

公司代码	公司简称	归母净利润 (2020A)	归母净利润 (2022E)	PE (2022E)
600315. SH	上海家化	649. 25	788. 09	30. 29
603605. SH	珀莱雅	576. 12	736. 68	59. 27
<b>平均值</b>				<b>44. 78</b>
6601. HK	朝云集团	92. 09	111. 5	22. 26

资料来源: Wind, 国元证券研究所 (上海家化、珀莱雅归母净利润单位均为百万元, 盈利预测采用 Wind 一致预期, 朝云集团采用我们的盈利预测; 基于 2022 年 7 月 11 日收盘价, 港币兑人民币汇率为 1 港元=0.85 元人民币)

## 5. 风险提示

### (1) 行业竞争加剧风险

公司主营家居护理、个人护理、宠物护理行业, 面临来自海内外企业的竞争; 竞争者有可能通过增大宣传及推广活动或者采取价格战等措施, 或对公司产生不利影响;

### (2) 原材料价格上涨风险

公司原材料主要包括化学品及包装材料, 原材料成本占公司总销售成本的 30%左右, 通胀、货币汇率波动导致的相关原材料价格大幅上涨都可能会影响公司的盈利能力;

### (3) 新冠疫情加剧风险

公司产品主要通过线下分销网络进行销售, 若新冠疫情加剧, 可能出现线下分销不利的情况; 疫情同样也会对线上购物的物流产生影响从而对公司产生不利影响;

### (4) 销售及分销商合作伙伴存货积压风险

公司将部分产品授予销售及分销合作伙伴, 由其自行管理公司产品的存货; 但公司可能无法准确追踪销售及分销合作伙伴的存货水平, 或者公司的销售及分销网络无法于指定期间向零售商出售足够数量的产品存货, 进而导致销售及分销网络不同层面的过量存货, 对公司后续订单产生影响。

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188