

上市三年市值蒸发千亿，狂烧 11 亿转战直播，蓝月亮：“赔本赚吆喝”，历史还会再给一次机会吗？

导语：营销力度大到难以持续。

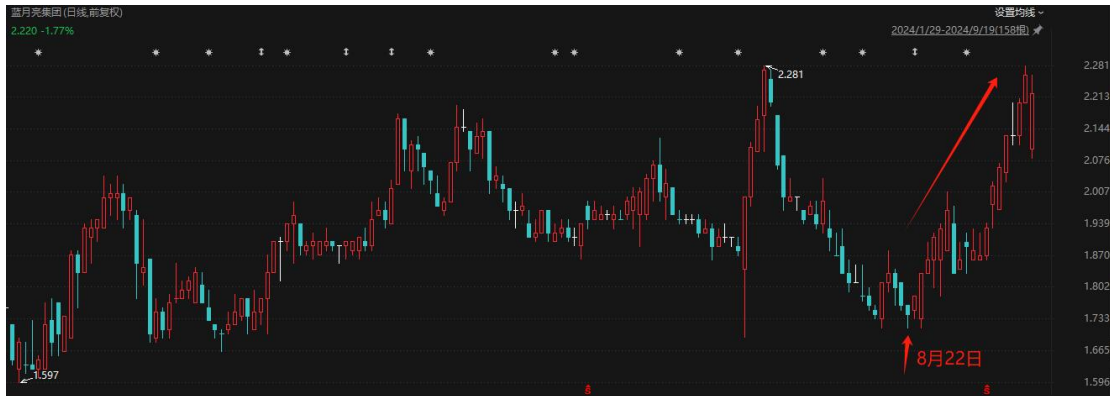
作者：市值风云 App：扶苏

一、中期营收大增，带动股价反弹

1、上市以来股价跌剩零头

国内洗衣液和洗手液龙头——蓝月亮集团（06993.HK，“公司”）自 8 月 22 日公布中期业绩以来，股价反弹势头明显。

截至 9 月 20 日收盘，公司股价 2.26 港元，较中期业绩公布前一日收盘价 1.74 港元，不到一个月已累计涨 30%，并触及今年以来股价高位。



(今年以来股价走势，来源：东方财富 Choice)

中期业绩显示，2024 年上半年，公司营收 31.3 亿港元，同比增 41%，并创下历史最高增速水平。

公司上一次高光时刻，还是出现在招股书中：2018 年，公司营收 67.7 亿港元，同比增 20%；此后年份，公司营收或为个位数同比增速，或为负增长。



(制图: 市值风云 App)

成长性乏力，或许是公司股价“出道即巅峰”的原因之一。

2020年12月，公司挂牌联交所主板的发行价为13.16港元，对应IPO市值756亿港元，上市当月股价持续走高，历史最高市值达到1122亿港元。

然而，随着公司上市后“业绩变脸”，其交出的第一份年报显示，2020年营收不增反减，股价也迅速跌落。

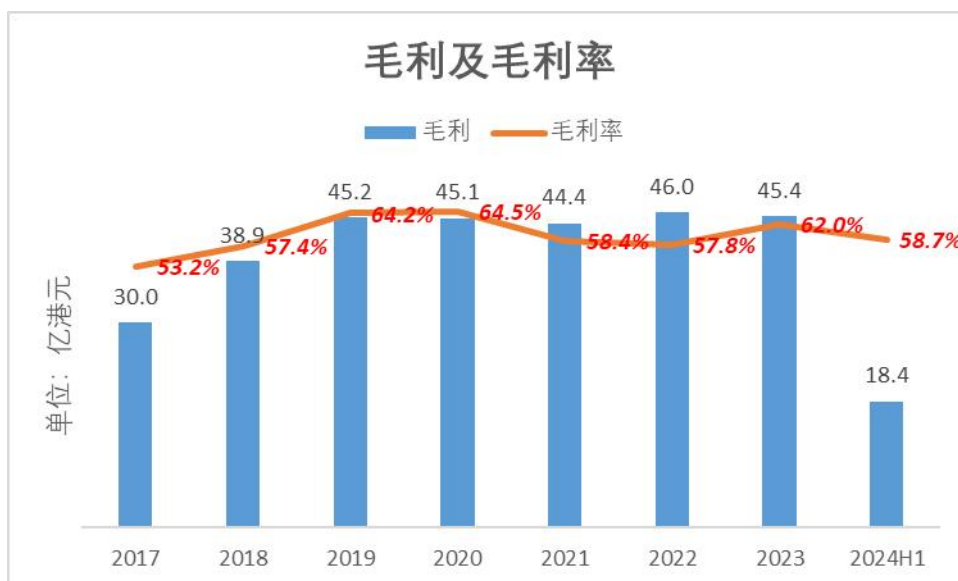


(上市以来股价走势, 来源: 东方财富 Choice)

目前, 公司股价较 IPO 发行价只跌剩零头, 尚余的 130 亿港元市值, 较最高点时已蒸发近千亿港元。

2、营销驱动或难持续

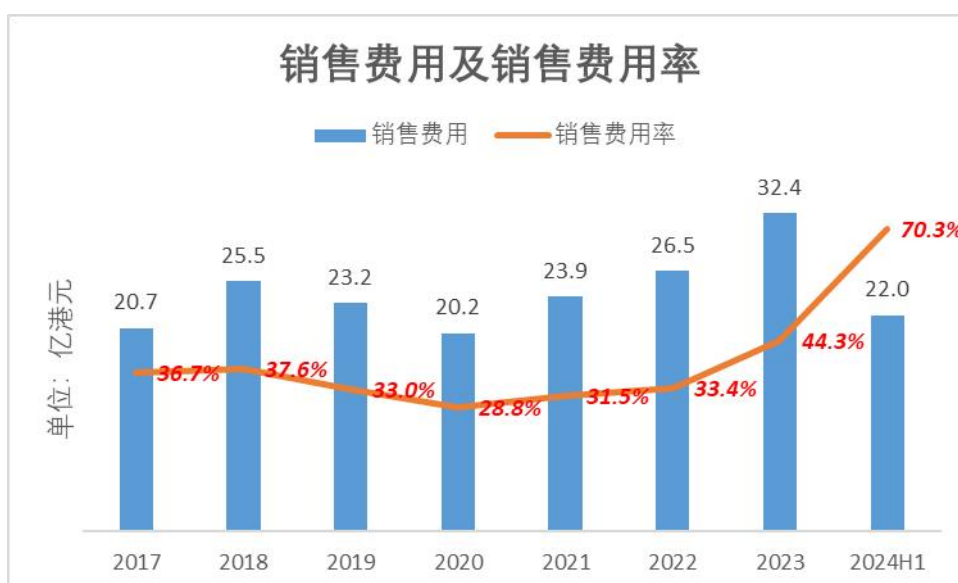
2024 年上半年, 公司毛利率 58.7%, 较上年同期的 55.2%, 提升 3.5 个百分点。



(制图: 市值风云 App)

尽管毛利空间小幅改善，但销售费用之高昂，令人瞠目结舌。

2024 年上半年，公司销售费用率高达 70.3%，较上年同期的 47.6%，增 22.7 个百分点，并创下历史最高销售费用率水平。



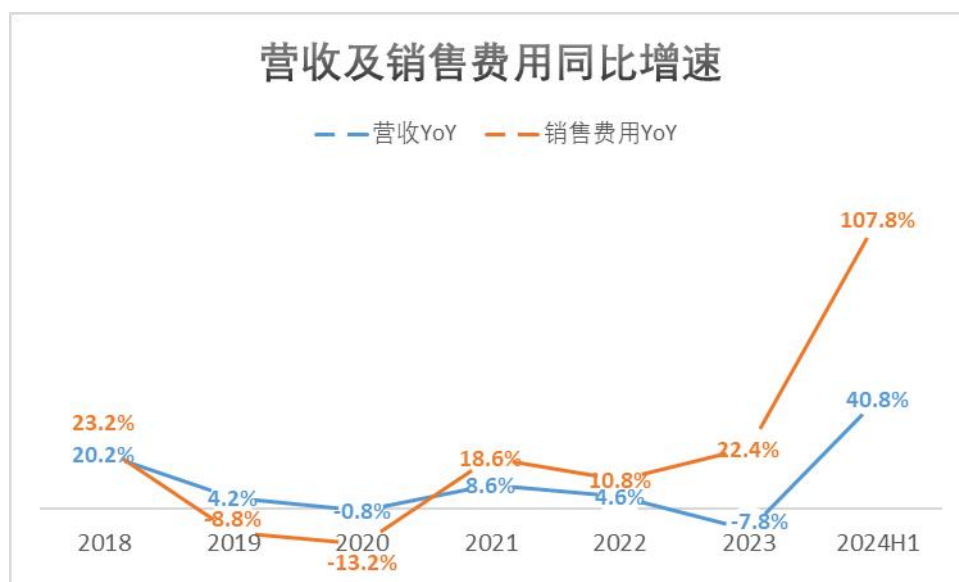
(制图: 市值风云 App)

当期销售费用 22 亿港元，甚至高于毛利润的 18 亿港元。

换言之，公司是靠“亏本大促销”换来的营收增长。

公司的营销驱动或难持续，体现为自 2021 年以来，公司营收同比增速和销售费用同比增速之间的“喇叭口”不断扩大。

2023 年，公司销售费用同比增 22%，而营收同比跌 8%；2024 年上半年，销售费用同比增 108%，远高于营收同比增速 41%。



(制图：市值风云 App)

同时，受销售费用走高影响，公司的盈利能力不断恶化。2020-2023 年，公司净利润从 13.1 亿港元逐年降至 3.3 亿港元，对应净利润率也从 18.7% 跌至 4.4%。

2024 年上半年，公司净利润-6.6 亿港元，较上年同期的-1.7 亿港元，呈现亏损扩大。当期净利润率-21.2%，同比跌 13.7 个百分点。



(制图：市值风云 App)

二、渠道策略和产品策略双失利

1、销售渠道单一化

作为曾备受瞩目的洗衣液和洗手液龙头，公司在上市后为何陷入业绩困境？

在风云君看来，原因在于公司渠道策略和产品策略的双失利。

公司起家品牌“蓝月亮”成立于 1992 年，专注于生产及销售家庭清洁护理用品（“家清”）。

公司的创始人潘东（女）及其配偶罗秋平（男）一直为控股股东，截至 2023 年末持股 75.83%。潘东夫妇同时把控着公司经营权，潘东任董事会主席，罗秋平任 CEO。

名稱	權益性質	股份數目	股權概約 百分比(%) ⁽¹⁾
ZED Group Limited ⁽²⁾	潘东、罗秋平 實益擁有人／ 於受控法團的權益	4,446,000,000	75.83
HHLR Advisors, Ltd. ⁽³⁾	高瓴資本 於受控法團的權益	527,422,500	9.00
HHLR Fund, L.P. ⁽³⁾	實益擁有人／ 於受控法團的權益	526,542,800	8.98
HCM BM Holdings Ltd. ⁽³⁾	實益擁有人	500,000,000	8.53

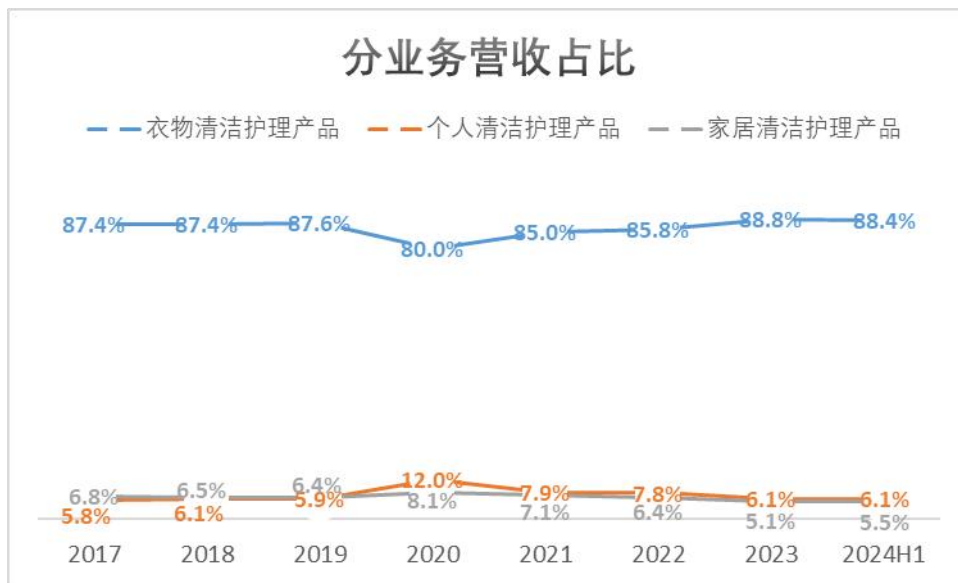
(来源：公司 2023 年报)

第二大股东为高瓴资本，持股 9%。

公司的业务分为三类：衣物清洁护理产品、个人清洁护理产品以及家居清洁护理产品，分别以洗衣液、洗手液以及浴室清洁剂为代表产品。



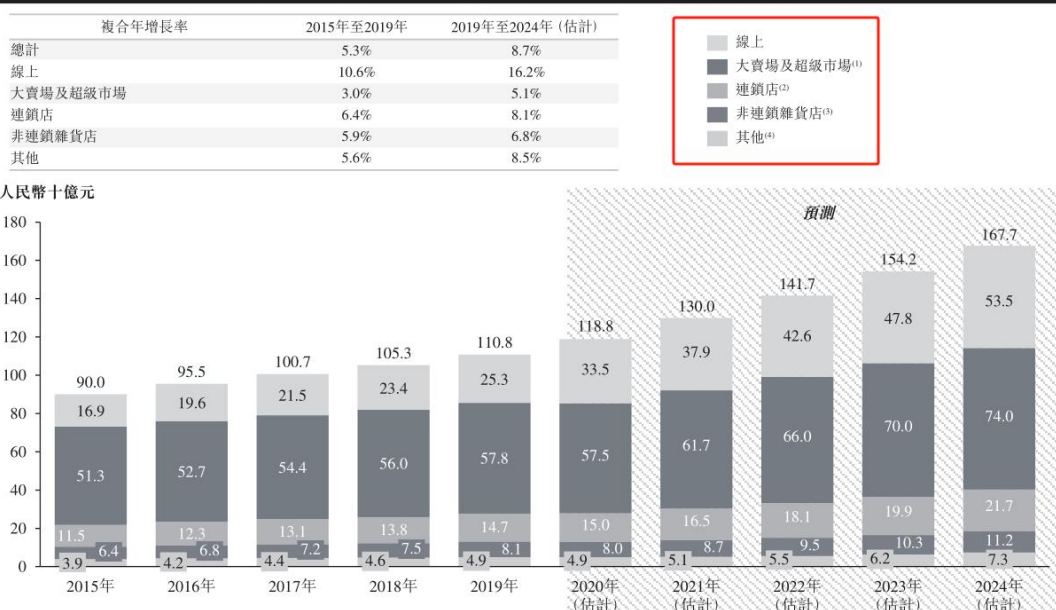
上述三类业务的营收占比一直较稳定，2024 年上半年，分别占公司营收的 88%、6%和 6%。



(制图：市值风云 App)

据弗若斯特沙利文，国内家清行业的前四大销售渠道依次为：大卖场及超市、线上、连锁店、非连锁杂货店，2019 年的市场规模占比分别为 52%、23%、13%和 7%。

2015年至2024年（估計）按零售渠道劃分的家庭清潔護理行業市場規模（中國）



(来源：公司招股书)

综上，家清行业主要通过线下渠道销售，并且以大卖场及超市（“KA 渠道”）为主。

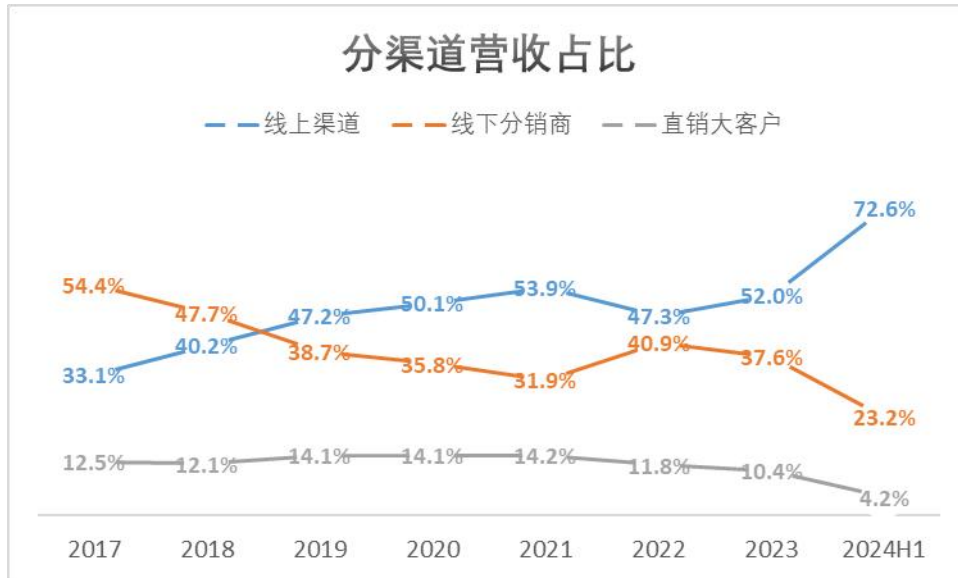
据披露，公司的线下渠道包括大卖场及超市等直销大客户，以及向大卖场、超市、便利店、杂货店及加油站转售产品的线下分销商。

过去，公司同样以线下渠道为主，但近年来，公司明显向线上渠道倾斜。

2017 年，公司的销售渠道中，线上渠道、线下分销商、直销大客户的营收占比分别为 33%、54%和 13%。

此后，线上渠道的营收占比持续提升，于 2019 年反超线下分销商，从此成为第一大渠道。

2023 年和 2024 年上半年，公司线上渠道的营收占比分别达 52%和 73%，形成一骑绝尘的态势。



(制图: 市值风云 App)

公司为何在家清行业中不走寻常路?

据多家媒体报道, 2015年, 公司曾因定价问题与大润发、家乐福、沃尔玛(WMT.N)等 KA 渠道发生矛盾, 导致其产品一度被下架。

Jiemian.com
<https://m.jiemian.com/article> · Translate this page

时隔一年, 蓝月亮的渠道之战赢得了什么?

自去年6月份与多家KA卖场撕破脸后, 去年底, 蓝月亮的自建渠道“月亮小屋”开始在各大城市落地。这种O2O与直销相结合的模式, 业内人士都表示出了观望的态度。而在上月举行 ...

联商网
<http://m.linkshop.com/news> · Translate this page

蓝月亮的隐喻: 成为第一又如何?

很显然, 蓝月亮在2015年放弃KA渠道的行为, 是太高估了自己。洗衣液中的爱马仕无疑是一种幻想。日化行业是一个没有技术壁垒、卷王遍地的赛道, 只能 ...

cbo.cn
<https://cbo.cn/wap/article> · Translate this page

蓝月亮被多家ka暂时下架背后那些你不知道的故事 - 化妆品财经

常年与KA渠道打交道, 原料蒂丁家宜某大区经理在接受《化妆品财经在线》的记者采访时表示, 这也许是 蓝月亮与大润发的RTM合作出现了问题, 这是一种谈判的手段, 因为蓝月亮的销售 ...

(来源: 网络公开信息)

从目前来看, 公司与 KA 渠道的关系仍然相当微妙。

自 2022 年起，公司各销售渠道中，来自直销大客户的营收逐年下降，每年同比跌幅超过 10%。2024 年上半年，直销大客户的营收占比，降至历史新低的 4 %。



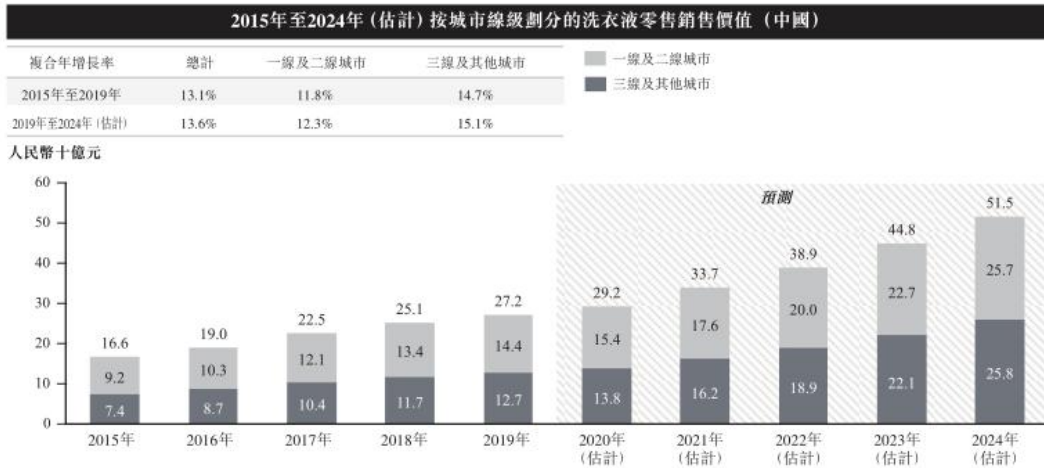
此外，公司的线下渠道较为分散、下沉。

据招股书披露，截至 2020 年 6 月末，除全国性及地区性超市外，**公司近 70% 的线下分销商仍位于三线及以下城市，覆盖国内逾 2600 个区县的零售销售点。**

元化的產品組合，使我們的業務得以進一步發展，並提升於低線城市的滲透率。於2020年6月30日，除全國性及地區性超市外，我們近70%的線下分銷商位於三線及以下城市，覆蓋分佈於全中國逾2,600個區縣的零售銷售點。我們持續對線下分銷商網絡進行擴充與優化，透

(来源：公司招股书)

而据弗若斯特沙利文，洗衣液的零售市场主要位于一线及二线城市。脱离 KA 渠道，无疑将加大公司打入高线城市零售市场、提升品牌声誉的难度。



資料來源：弗若斯特沙利文報告

(来源：招股书)

2、营收增长见顶，烧钱转战直播

过去数年，“高端”一词，在公司财报中时常被提及。

比如，在招股书中，公司预判，家清行业的增长机遇来自“消费者偏爱高端产品”，并将“强化高端产品种类”；

2020年财报中，公司表示要“扩大其高端产品供应”、打造“高端品牌”；

2021年财报中，公司表示“将继续改进其现有高端及量产产品系列”……

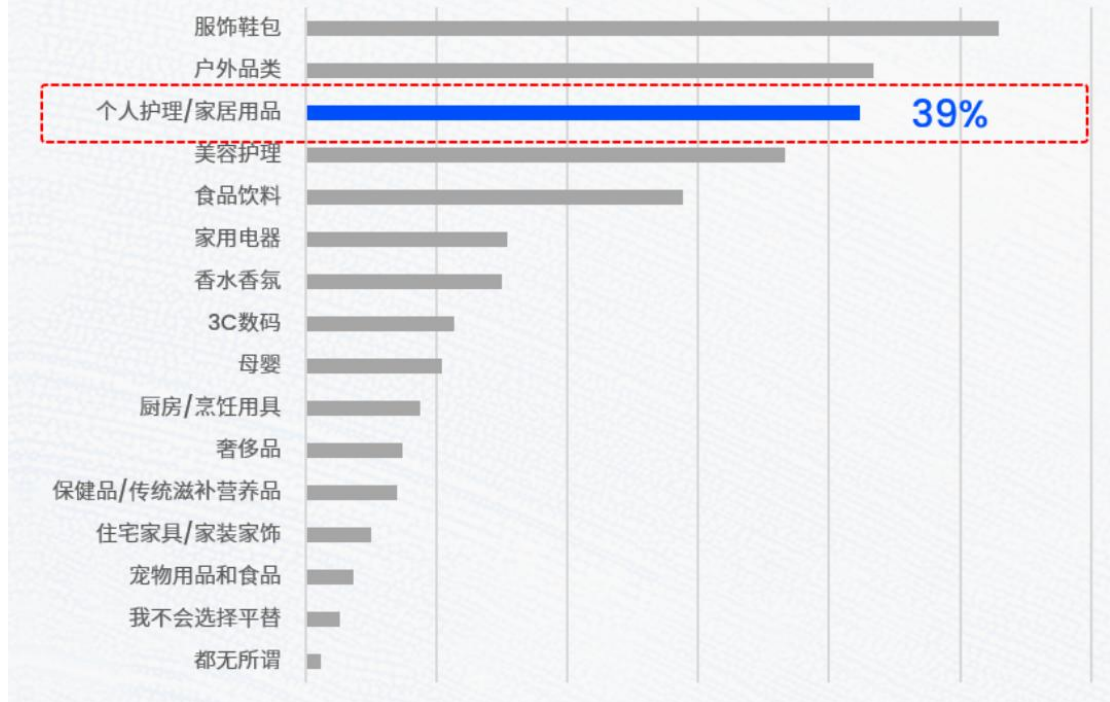
在风云君看来，公司向线上渠道突围的同时，一并谋求高端化转型，并非明智之举。公司的产品策略，与线上消费者的实际需求，似乎南辕北辙。

风云君相信，大部分消费者对家清用品的日常印象，离不开“便宜”、“量大”、“消耗快”等关键词。风云君本人在选购洗衣液的时候，基本也是看到哪个牌子便宜，就买哪个。

而在家清用品的网购场景中，“便宜”，更是消费者的重要考虑因素。

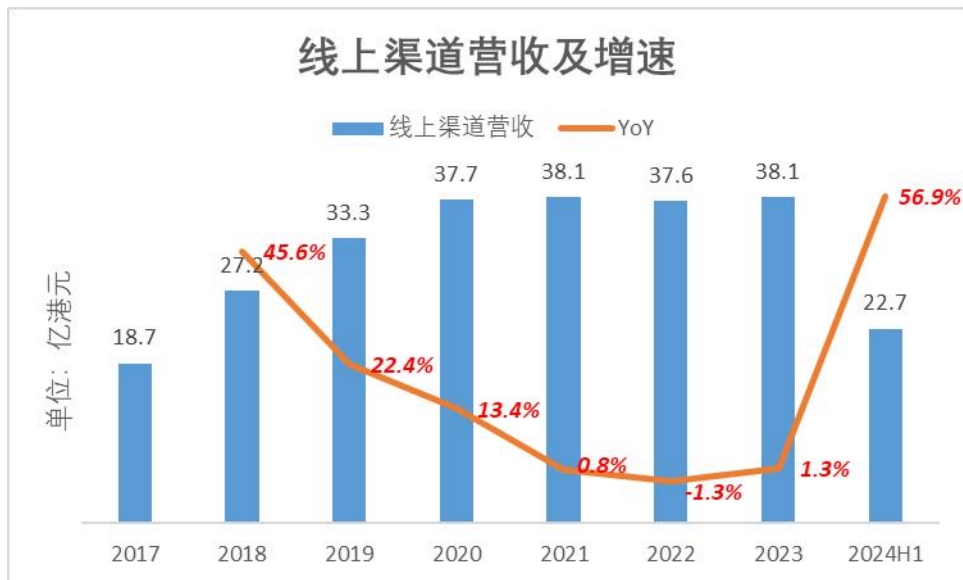
第三方消费者调研显示，在网购消费者眼中，家清用品，是可以被“平替”的优先类别之一。

Q: 网购时，哪些品类会倾向选择“平替”？



(来源: Nint 《行业趋势快速报告|家清行业 2024H1 报告》)

2021-2023 年，公司线上渠道的营收见顶，每年营收徘徊在 38 亿港元。



(制图: 市值风云 App)

不过，2024 年上半年，公司线上渠道突然贴脸开大，营收同比大增 57% 至 23 亿港元。

据披露，这是得益于公司“战略性调整其在电商平台上的产品投放及销售模式”，也就是开始搞直播了！

線上銷售渠道：本集團對國內消費者在主流電商渠道的消費行為進行深入研究，並戰略性地調整其在電商平台上的產品投放及銷售模式，以更有效觸達消費者，提升本集團的整體線上平台的影響力。於2024年上半年，在「618購物節」期間，本集團在京東¹及抖音²等平台的排名保持前列。此外，本集團通過精細化產品佈局，在主要電商平台佔據領先地位。本集團亦緊貼短視頻平台的興起，利用直播吸引消費者，在新興線上渠道推廣其產品。

(来源：公司 2024 年中期业绩公告)

此前，公司线上渠道的主要销售模式是卖给天猫、京东（09618.HK、JD.O）及苏宁等电商平台。

2019 年，公司线上渠道的营收占比为 47%，其中 31%来自电商平台客户，后者占到线上渠道的大头。

	截至12月31日止年度						截至6月30日止六個月			
	2017年		2018年		2019年		2019年		2020年	
	收益 千港元	總計 %	收益 千港元	總計 %	收益 千港元	總計 %	收益 千港元 (未經審計)	總計 %	收益 千港元	總計 %
線上銷售渠道： 銷售予電子商務 平台	1,479,292	26.2	1,924,890	28.4	2,166,462	30.7	1,097,896	40.4	904,279	37.1
透過以下店舖銷售 予客戶： 我們的線上 專賣店	310,425	5.5	634,177	9.4	888,765	12.6	359,241	13.2	378,449	15.6
第三方線上店舖	76,799	1.4	159,088	2.4	272,931	3.9	104,594	3.8	148,842	6.1
直接銷售予大客戶	703,245	12.5	820,191	12.1	996,582	14.1	302,299	11.1	187,707	7.7
線下分銷商	3,062,272	54.4	3,229,599	47.7	2,725,165	38.7	856,320	31.5	816,591	33.5
總計	5,632,033	100.0	6,767,945	100.0	7,049,905	100.0	2,720,350	100.0	2,435,868	100.0

(来源：公司招股书)

据披露，公司转战直播后，在“618 购物节”期间成绩斐然：

公司在京东自营品牌累计销售额榜、京东衣物清洁护理商家店铺累计销售额榜均为第一；公司在抖音衣物清洁行业累计销售额榜单排名第一。

公司这是终于走对了路子，从此熬出头了？

值得注意的是，公司近期大幅增长的销售费用，主要为推广开支。

2024 年上半年，公司的推广开支为 11 亿港元，较去年同期的 2.7 亿港元同比增长 311%。

按性質劃分的開支

	未經審核	
	截至6月30日止六個月	
	2024年	2023年
	千港元	千港元
已售出的存貨成本	1,131,471	850,993
推廣開支	1,094,646	266,048

(来源：公司 2024 年中期业绩公告)

据披露，推广开支主要支付给向线上平台，包括与订单数量挂钩的平台支持费，以及用于增加公司产品曝光率的费用。

線上渠道相關推廣開支主要包括(a)與本集團從該線上平台收到的訂單數量掛鈎的平台支持費；及(b)本集團向線上平台支付用以增加我們產品在該等平台上的曝光率，促進其銷售的費用。

線下渠道相關推廣開支主要包括(a)若干線下店舖位置的產品展示費；(b)允許我們的銷售人員於線下店舖營銷產品的開支；(c)允許我們在線下店舖舉辦線下推廣活動的開支；(d)與線下店舖舉辦的店內推廣活動相關的開支；及(e)若干線下渠道的加盟費。

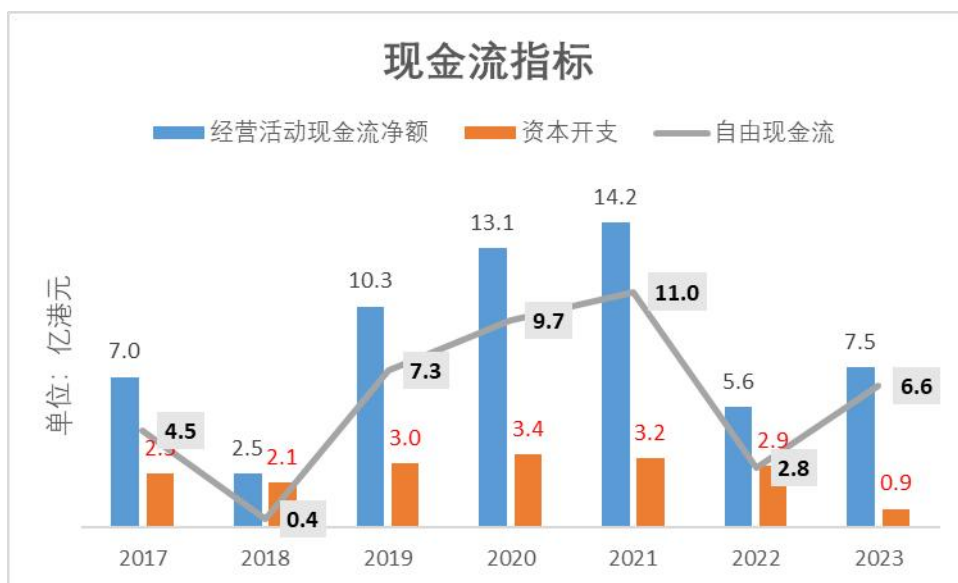
(来源：公司招股书)

也就是说，2024 年上半年，公司所取得的直播战绩，是向平台“烧钱买流量”的成果。

三、“寅吃卯粮”式分红

近年来，由于盈利能力的下滑，公司通过经营活动净流入的现金明显减少。

2022 年，公司的经营活动现金流净额从上年的 14.2 亿港元骤减至 5.6 亿港元，2023 年为 7.5 亿港元。



(制图: 市值风云 App)

随着现有生产基地扩展计划逐渐完成，公司的资本开支在 2023 年降至 1 亿港元以内，而 2019-2022 年维持在每年 3 亿港元左右。

从披露来看，公司后续无大额资本开支计划。

资本开支及资本承擔

截至2023年12月31日止年度，本集团的资本开支约为85.3百万港元，主要用于为本集团扩展现有生产基地产能提供资金。

於2023年12月31日，本集团的资本承擔約為63.3百萬港元，乃主要與為建設中的生產設施購置機械及設備以及與若干現有生產設施擴充產能有關，由經營活動產生的現金流量淨額及首次公開發售的所得款項淨額提供資金。

(来源: 公司 2023 年报)

目前，公司流动性尚算充裕。

2020 年, 公司通过 IPO 发行约 7.47 亿股, 募资净额高达 110 亿港元。而截至 2024 上半年末, 这笔募资尚余 37 亿港元未动用。

截至 2024 年上半年末，公司的流动资金约为 63 亿港元，其中包括 55 亿港元的现金及现金等价物，以及 8 亿元的定期存款。

	未經審核 於2024年 6月30日 千港元	經審核 於2023年 12月31日 千港元
附註		
定期存款	803,715	2,989,298
現金及現金等價物	5,452,402	4,342,528

(来源：公司招股书)

公司素有高分红传统。

2020年6月，公司在上市前夕宣布向当时唯一股东 Aswann 突击分红 23 亿港元，后者由公司创始人潘东夫妇持股 88.92%。

这意味着，潘东夫妇分得现金股息逾 20 亿港元。

不过，公司截至 2020 年 6 月末的现金及现金等价物仅为 7.5 亿港元，显然并不足以覆盖这笔分红。

据披露，2020 年 11 月，公司与包括花旗银行在内的财团签订本金为 23 亿港元的融资协议，用于支付上述股息。

於2020年11月24日，我們與包括花旗銀行香港分行在內的銀團訂立本金為2,300,000,000港元(或其等值美元)的定期貸款融通協議(「融通協議」)，為支付我們於2020年6月宣派的中期股息融資。待上市發生及達成若干慣常先決條件後，有關定期貸款自協議日期起至(i)融

(来源：公司招股书)

IPO 前借专项资金向控股股东巨额分红，然后待 IPO 募资到位后还债。公司控股股东这幅懒得掩饰、赤果果割韭菜的嘴脸，实属让风云君惊呆了！

你奈我何？



自上市以来，公司累计分红 26.4 亿港元，高于期间归母净利润 21.9 亿元。其中，2022 年和 2024 年上半年，公司在归母净利润为负的情况下，仍然坚持分红。



(制图: 市值风云 App)

尽管现金分红是上市企业回报股东的途径之一,但公司在盈利能力和现金流下滑的背景下,持续大幅分红,更像是“寅吃卯粮”的行为。

结语

国内洗衣液龙头蓝月亮已经陷入了增长困境。

自上市以来,公司销售渠道日益单一化。但公司所倚重的线上渠道,与其向高端化品牌转型的诉求,似乎难以融合。

随着直播电商的兴起,公司在今年上半年转型这一新兴线上渠道,虽然短期内推动营收大增,但并未从中赚到真金白银,只是花钱买吆喝、为直播和平台打工。

卖越多亏越多,公司的短期“牺牲”能否换来长期的破局?