

朝云集团 (06601.HK) 深度研究报告

家清龙头，宠物、个护多面开花

- ❖ 朝云集团前身是广州立白集团超威事业部，2018年经重组成立。公司以家居护理为主业，2019年切入个人护理和宠物护理赛道，目前旗下拥有超威、贝贝健、威王、西兰、润之素、德是、倔强的尾巴、倔强的嘴巴八大品牌，涵盖家清、杀虫驱蚊、空气护理、个护、宠护、宠粮等多个品类。2020年实现营业收入17.02亿元，同比增长23.04%，实现净利润2.24亿元，同比增长20.86%。
- ❖ **多品牌矩阵打法，全渠道运营布局。**1) **快消基因决定品牌矩阵打法：**公司先后打造了西兰、超威、贝贝健等龙头品牌，覆盖家居护理行业中3个大品类、28个细分品类。其中，**超威在杀虫驱蚊市场排名第一，西兰在空气护理行业排名第二，威王在家居清洁行业排名第二。**通过细分消费人群和场景，满足多样化需求，强化核心竞争力，提升综合毛利率。2) **从线下攻入线上：**公司全国性销售渠道覆盖62万+销售点，1200+线下经销商，20年线下渠道贡献61%营收，贡献42%毛利。目前，公司重点建设电商团队，线上渠道毛利率51.6%，高于公司综合毛利率8.0pct，有利于驱动公司营收与毛利率健康发展。
- ❖ **强势切入宠物行业，未来增长可期。**2019年以来，公司创立宠物护理品牌“倔强的尾巴”和“德是”，分别定位中等和偏高端。2021年公司新推出宠粮品牌“倔强的嘴巴”，卡位高端价格带。依托生产和渠道优势，宠物业务成为公司新增长点。**高端国牌宠粮有望脱颖而出，**我们认为远期宠物市场会不断洗牌，若能在质量、研发、渠道和营销下足功夫，长期经营树立品牌，优质国产品牌有机会成功“突围”；生产与电商销售相对门槛低，市场格局短期将持续分散。
- ❖ **宠物赛道千亿蓝海，国产替代正当时。**我国宠物市场进入快速发展期，2020年市场规模为2065亿元，十年内复合增速31%。**从需求端看，**1)量：老龄化和单身化趋势下，养宠人群不断扩大。且对标美日，我国养宠渗透率低，户均养宠数和养宠家庭占比均有25-30%的增长空间。2)价：随着养宠观念升级，单只宠物年均消费额也有30-50%的潜在提升。**从供给端看，**宠物食品行业格局分散，许多DTC国牌借助电商出圈。价格带上，海外品牌占据了高端及超高端市场，代工转型的国产品牌多以高性价比产品为主。宠粮生产属于料重工轻行业，小体量品牌自建工厂缺乏竞争优势，代工厂积累3-4年基本能在原材料采购形成壁垒，但国内宠粮代工厂开工率不足5成，制造端产能富余。
- ❖ **盈利预测及估值：**预计公司2021-2023年营业收入分别为20/24/28亿元，同比增长18%/19%/19%，CAGR 19%；归母净利润2.8/3.6/5.1亿元，同比增长25%/29%/40%，CAGR 35%；对应EPS 0.21/0.27/0.38元/股。采用分部估值法，参考行业内可比公司，对21年家居业务给予25倍PE，对应市值67亿港元，个护业务给予45倍PE，对应市值15亿港元，参考海内外宠物企业估值水平，考虑到公司年中才开始切入宠粮赛道，故对21年宠物业务给予10倍PS，对应市值16亿港元，合计目标市值98亿港元，对应目标价7.39港币，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**原材料价格大幅波动，线上渠道推广不及预期，同质化产品竞争加剧等。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	1,702	2,007	2,393	2,842
同比增速(%)	23.0%	17.9%	19.3%	18.7%
归母净利润(百万)	224	279	362	507
同比增速(%)	20.9%	24.9%	29.4%	40.2%
每股盈利(元)	0.22	0.21	0.27	0.38
市盈率(倍)	20.7	22.2	17.2	12.3
市净率(倍)	18.7	11.8	7.0	4.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为21年07月30日收盘价

推荐 (首次)

目标价：7.39 港币

当前价：5.61 港币

华创证券研究所

证券分析师：王薇娜

电话：010-66500993

邮箱：wangweina@hcyjs.com

执业编号：S0360517040002

证券分析师：胡琼芳

电话：010-66500993

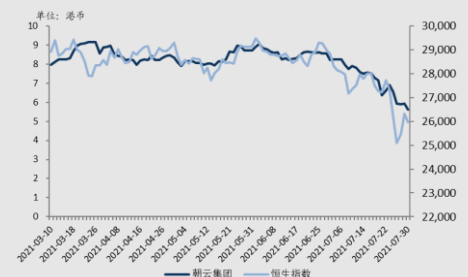
邮箱：huqiongfang@hcyjs.com

执业编号：S0360519090004

公司基本数据

总股本(万股)	13333.35
已上市流通股(万股)	13333.35
总市值(亿港元)	62.18
流通市值(亿港元)	62.18
资产负债率(%)	84.42
每股净资产(元)	0.25
12个月内最高/最低价	9.145/5.61

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《【华创商社】生育率变化下的母婴市场：复盘、对标与自己的路》

2021-05-19

《电商行业跟踪报告：618品牌开启全域销售，天猫仍为品牌主战场》

2021-06-17

《【华创商社】21H1社零数据点评：6月名义增速+12.1%，Q2增速较Q1提振，线上渗透率持续提升》

2021-07-15

## 投资主题

### 报告亮点

本报告在深入分析公司所处家清家化各个赛道后,着重对公司新进赛道宠物行业进行深入研究,认为在行业高景气度的背景下,公司运营宠物赛道决心强,且主业提供生产与渠道优势,快速搭建团队,推出宠物洗护和宠粮产品,有望协同既有品牌运营经验,打造宠物新 DTC 品牌。

### 投资逻辑

公司前身是立白集团“超威事业部”。业务上,以家居护理为基本盘,盈利稳定,成长稳健,重视品牌打造,通过建设品牌矩阵,细化消费需求。19 年在新的领导团队带领下,重点开拓线上渠道,多个品牌在电商大促表现亮眼,推动营收和综合毛利率进一步增长,家居龙头地位得到巩固。19-21 年公司陆续推出 3 个宠物洗护和宠粮品牌,目前宠物行业增长空间大,分散程度高,国产替代正当时。

### 关键假设、估值与盈利预测

公司具有完善的品牌矩阵,积极发力线上渠道,在巩固家居护理行业领先优势的同时,布局个护和宠物赛道,推动收入持续新高。

家居护理业务:考虑到公司在家居护理行业的龙头地位和竞争优势,我们预计 21-23 年实现营业收入 17.22/18.73/20.20 亿元,同比增长 10.32%/8.80%/7.86%。其中,杀虫驱蚊 10.81/11.62/12.43 亿元,同比增长 8.5%/7.5%/7%,家居清洁 5.76/6.45/7.10 亿元,同比增长 15%/12%/10%,空气护理 0.65/0.66/0.67 亿元,增长率维持 2%。

个人护理业务:公司 2019 年进入个人护理市场,我们预计该板块 21-23 年贡献营收 1.41/1.76/2.11 亿元,同比增长 30%/25%/20%。

宠物护理业务:2020 年起公司先后创立宠物护理和宠物食品品牌。预计 21-23 年实现营业收入 1.32/3.31/5.95 亿元,同比增长 500%/150%/80%。

考虑到公司新旧业务的成长性,使用分部估值法。1) 在家居业务 13%净利率的合理假设下,预计家居护理板块 21 年贡献 2.24 亿元利润,给予 25 倍 PE,对应市值 67 亿港元;2) 在个护业务 20%净利率的合理假设下,预计个人护理板块 21 年贡献 0.28 亿元利润,给予 45 倍 PE,对应市值 15 亿港元;3) 宠物护理板块 21 年预计营收 1.32 亿元,参考海内外宠物公司估值,平稳运营的宠物公司估值中枢在 5X PS 左右,公司年中才切入宠粮赛道,仅有近 6 个月营收,另考虑到其在宠物洗护生产和研发上的经验积累,以及高端宠粮的差异化定位,预计未来将快速成长,我们对 21 年宠物业务给予 10 倍 PS,对应市值 16 亿港元。综上,公司目标市值 98 亿港元。

# 目 录

一、朝云集团：依托多品类多渠道布局快速成长 .....	7
（一）立白首家上市公司，资源协同能力形成壁垒 .....	7
1、起家超威事业部，破茧成蝶 .....	7
（二）业务基础夯实，品牌、渠道布局完备 .....	9
1、建设品牌矩阵，细分强化核心竞争力 .....	9
2、全渠道布局，逐步线上化 .....	13
二、领先家居护理行业，开拓个人护理赛道 .....	16
（一）行业高景气度，下沉和细分带来增量 .....	16
1、我国日化市场持续增长，细分市场仍存突围机会 .....	16
2、下沉和细分是市场规模持续增长的驱动力 .....	18
（二）家居龙头地位稳固，个护行业任重道远 .....	19
三、先谋后定，发力 DTC 宠物品牌 .....	21
（一）第二成长曲线：发力宠物赛道 .....	21
（二）宠物市场增量空间大，国产化道路初启航 .....	23
1、需求端：千亿蓝海市场方兴未艾 .....	26
2、供给端：竞争格局分散，国产替代潮起 .....	29
3、渠道：宠物市场需全渠道营销，线上渗透率较高 .....	33
4、什么样的国产品牌可能脱颖而出？ .....	35
四、盈利预测及估值 .....	37
五、风险提示 .....	39

## 图表目录

图表 1	朝云集团股权结构 (截至 2021 年 3 月)	7
图表 2	朝云集团管理团队	8
图表 3	朝云集团新老产品研发、升级计划	8
图表 4	公司品牌发展历程	9
图表 5	对比行业竞品朝云集团旗下各品类定价	10
图表 6	朝云集团营收、净利润及增速	10
图表 7	朝云集团毛利率和净利率情况	10
图表 8	可比公司 ROE	11
图表 9	可比公司资产周转率 (单位: 次)	11
图表 10	2020 年朝云集团营收结构	11
图表 11	家居护理子行业收入及增速	11
图表 12	ODM/OEM 是最大的成本开支项	12
图表 13	ODM/OEM 成本变化情况	12
图表 14	蓝月亮销售成本结构	12
图表 15	溶剂油与生产成本/营业收入对比	12
图表 16	2019 年公司各生产基地产量与产能情况	12
图表 17	朝云集团各品类毛利率	13
图表 18	朝云集团各品类贡献毛利占比	13
图表 19	朝云集团三费变化	13
图表 20	电商渠道营销费用及占比	13
图表 21	朝云集团全渠道布局网络	14
图表 22	朝云集团主要渠道收入情况	14
图表 23	朝云集团各渠道毛利率	14
图表 24	立白渠道销售额占比约 21%	15
图表 25	立白渠道毛利率逐年上升	15
图表 26	朝云集团线上市场布局	15
图表 27	朝云集团线上渠道收入	16
图表 28	朝云集团线上渠道毛利率	16
图表 29	家居护理市场规模	17
图表 30	2020 年家居护理市场构成	17
图表 31	家居护理各细分市场规规模及增速	17
图表 32	个人护理市场规模	18
图表 33	2020 年个人护理市场构成	18

图表 34	中美细分市场人均年消费金额对比 .....	18
图表 35	各线城市家居护理市场规模及增速 .....	19
图表 36	2019 年各线城市家居护理产品渗透率 .....	19
图表 37	家居护理和花露水（个人护理）市场竞争格局 .....	20
图表 38	朝云集团各品类 SKU 数量变化 .....	20
图表 39	朝云集团在研产品数量 .....	20
图表 40	倔强的尾巴、德是宠物护理产品 .....	21
图表 41	倔强的尾巴、德是宠物用品定价对比 .....	22
图表 42	不同宠物品牌猫主粮各指标对比 .....	22
图表 43	中国宠物消费市场规模快速提升 .....	23
图表 44	中国宠物市场构成 .....	23
图表 45	宠物主粮市场增速快 .....	24
图表 46	宠物主粮和零食消费频次 .....	24
图表 47	宠物用品市场规模和增速 .....	24
图表 48	宠物用品细分品类消费频次 .....	24
图表 49	中国宠物医院概览 .....	25
图表 50	中国连锁宠物店概览 .....	26
图表 51	中国独居人口占比提升 .....	26
图表 52	中国猫狗数量及增速 .....	26
图表 53	中日养宠家庭户均宠物狗对比 .....	27
图表 54	中日养宠家庭户均宠物猫对比 .....	27
图表 55	中美日养狗家庭比例 .....	27
图表 56	中美日养猫家庭比例 .....	27
图表 57	宠物猫数量增速远高于宠物狗 .....	28
图表 58	猫 VS 狗相关商品销售额增速 .....	28
图表 59	中国单只宠物（城镇）消费额 .....	28
图表 60	中美单只宠物消费额存在差距 .....	28
图表 61	中国宠物市场规模测算 .....	29
图表 62	中宠股份成本结构 .....	29
图表 63	白条鸡批发价与中宠股价对比 .....	29
图表 64	宠粮产品生产模式 .....	30
图表 65	2020 年我国主要宠物食品上市公司及生产基地 .....	31
图表 66	中国宠粮公司市占率（单位：%） .....	31
图表 67	2020 年中国宠粮品牌市占率（单位：%） .....	31
图表 68	中美日集中度变化对比（单位：%） .....	32

图表 69	日本宠物食品主要公司市占率（单位：%）	32
图表 70	中国狗粮市场竞争格局（单位：%）	32
图表 71	中国猫粮市场竞争格局（单位：%）	32
图表 72	我国宠物食竞争格局	33
图表 73	宠物用品市场竞争格局（单位：%）	33
图表 74	中美日宠物用品集中度对比	33
图表 75	中国宠物食品渠道占比	34
图表 76	中国宠物用品渠道占比	34
图表 77	宠物品牌在各平台自播情况	34
图表 78	疯狂的小狗年销售额增长迅速	35
图表 79	疯狂小狗线上营销全面	35
图表 80	宠粮市场未来发展路径	36
图表 81	玛氏和雀巢宠物品牌矩阵	37
图表 82	公司主要业务收入拆分和对应毛利	38
图表 83	可比公司估值	39

## 一、朝云集团：依托多品类多渠道布局快速成长

朝云集团是中国知名的一站式家居护理、个人护理及宠物护理平台，旗下有西兰、超威、贝贝健、威王、倔强的尾巴、润之素、德是、倔强的嘴巴八大品牌，产品涵盖杀虫驱蚊、家居清洁、个人护理、宠物护理、空气护理等多个品类。据灼识咨询的数据，公司多年位列中国家居护理行业第四，其中超威在杀虫驱蚊市场连续六年排名第一（2015-2020年），西兰在空气护理行业排名第二（2019年），威王在家居清洁行业排名第二（2019年）。快消行业巨头林立，国资参与者从初期开始就极为重视品牌与定位，凭借领先的市场地位，多样化的产品矩阵，多年品牌运营经验，全渠道分销网络，高水平研发实力，公司在新领导团队带领下步入快速成长期。

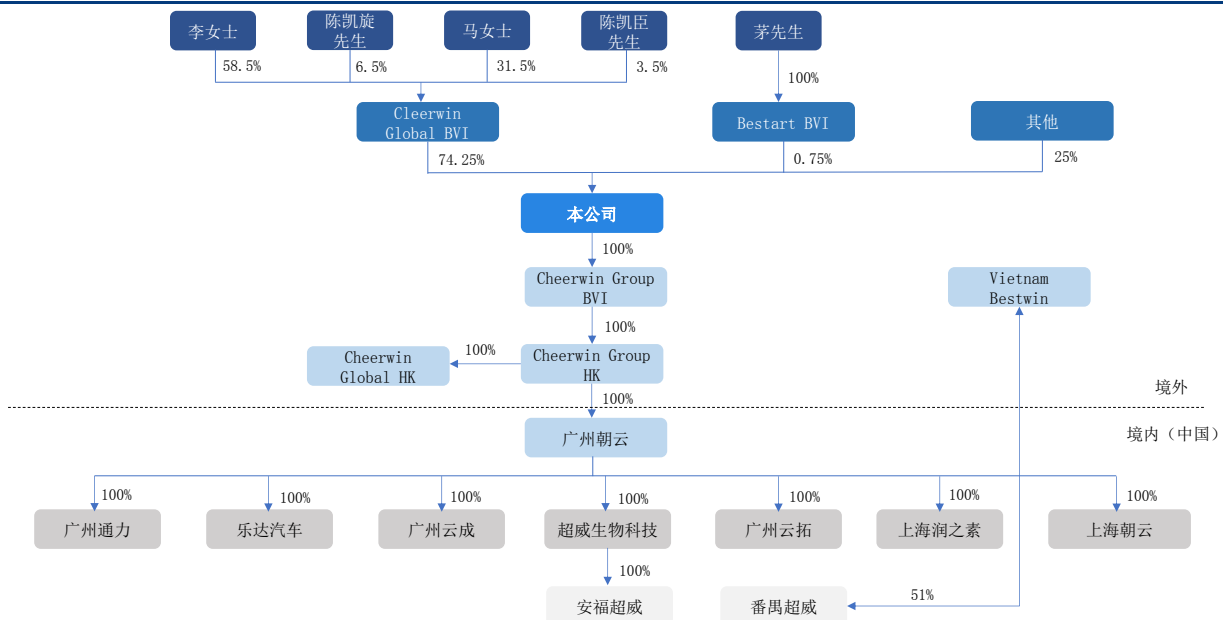
### （一）立白首家上市公司，资源协同能力形成壁垒

#### 1、起家超威事业部，破茧成蝶

公司前身是立白集团旗下的超威事业部，2018年经重组成立朝云集团。在董事长陈丹霞女士的带领下，推进组织变革、品类扩充、品牌升级、产品革新及供应链改革，历经调整后快速成长，于2021年3月10日在港交所上市，成为立白集团首家上市公司。

**股权结构清晰，控制权集中于立白集团创始人。**公司实际控制人为立白集团创立者陈凯旋和陈凯臣两兄弟。截至2021年3月，陈氏兄弟通过朝云环球合计持有公司74.25%的股权，其中陈凯旋及其配偶李女士合计持有朝云环球65%的股权，陈凯臣及其配偶马女士合计持有35%的股权。公司还拥有多家全资子公司，涵盖日用品、汽车等多个行业，涉及销售、生产等多项业务。

图表 1 朝云集团股权结构（截至 2021 年 3 月）



资料来源：公司公告，华创证券

**管理团队拥有丰富的消费品行业经验，股权激励激发组织活力。**董事长陈丹霞自 2008 年起担任新高资总经理，两年内实现销量翻番，一手将高资打造成为中国化妆品美白品类龙头品牌。2016 年起担任立白集团董事长，同时负责超威事业部。公司其他高管基本在立白集团任职数年，并担任财务、销售等重要岗位负责人，深耕消费品行业十余载，

管理团队稳定可靠。2021年6月3日，董事会通过股权激励计划，拟向合格参与者发放不超过250万股股份，占总股本的1.87%，以此激发组织活力，优化管理结构，提升运营效率。

**图表 2 朝云集团管理团队**

姓名	职位	年龄	工作经历	任职时间
陈丹霞	执行董事、董事长兼首席执行官	41	毕业于悉尼大学，硕士，湖畔大学第三期学员，拥有14年消费品行业经验。2008年担任新高姿总经理，2016年担任立白集团董事并负责超威事业部的整体战略管理工作，2018年起任公司董事长。	2018.09
谢如松	执行董事兼副总裁	54	毕业于复旦大学，硕士，拥有销售、品牌管理和供应链等逾30年快消行业管理经验。2008年起担任立白家居事业部总经理，并负责超威事业部的管理，2020年加入公司。	2020.08
钟胥易	执行董事，首席财务官	40	毕业于中山大学，硕士。于2003年加入立白集团，2010年起负责超威事业部的财务管理，2018年正式调任至本公司。	2020.08
陈泽行	非执行董事	31	毕业于广州大学华软软件学院。2013-2016年担任立白零售终端经理，现为素力康生物科技有限公司（陈氏家族控股）董事长。	2020.08
王冬	首席运营官兼品牌管理中心总经理	42	毕业于武汉轻工大学，本科。2002年起在立白集团任职，2012年开始负责超威事业部的品牌管理，于2019年正式调任至本公司。	2019.04
高吉祥	营销管理中心总经理	34	毕业于四川大学，本科。2007年起任职于立白集团，2016年担任新高姿销售渠道拓展部总监，负责润之素业务的经营管理工作。	2019.10
杨钰	经营管理中心总经理	37	毕业于湖南工商大学，本科。2006年起任职于立白集团，2016年起负责超威事业部的财务预算管理。	2018.09
丁嘉佳	电子商务运营中心总经理	35	毕业于浙江工商大学，本科。2010起在阿里巴巴担任行业专家，2019年加入本公司。	2019.12
石训勤	投融资中心总经理	47	毕业于中山大学，硕士。2004年起任职于立白集团，自2006年起负责超威事业部的企业投融资事务，于2020年正式调任至本公司。	2020.08
梁洪文	宠物事业部总经理	44	毕业于北京工程管理学院，本科。2014-2019年担任中宠股份有限公司的副总经理，拥有21年宠物及消费品管理经验。	2019.02

资料来源：招股说明书，华创证券

**借助市场资本做大做强，培育内生增长力。**上市募集资金3.95亿美元，将主要用于以下几方面：1) 新产品研发，旧产品升级和新品类新品牌的开发，进一步细化应用场景和消费人群，计划从2021年起推出44个新产品，更新换代22个旧产品，从2022年起推出18个新产品，更新换代11个旧产品；2) 建设升级研发中心，拟在总部新建四间特殊功能实验室，在海外建立一个研发中心，雇佣超百名技术人员；3) 改善销售和分销网络，优化海外线上线下渠道，重点开发东南亚市场；4) 加强品牌建设和产品推广；5) 提高全球的供应链效率和灵活性，新增3条自有生产线，控制成本；6) 深化和创新数字化战略，加强信息技术基础设施建设；7) 进行上下游产业链收购，获取外部高质量、互补性技术、品牌和业务。

**图表 3 朝云集团新老产品研发、升级计划**

产品	研发和升级	2021 (个)	2022 (个)
家居护理产品	新产品	3	5
	旧产品	19	5
个人护理产品	新产品	13	10



产品	研发和升级	2021 (个)	2022 (个)
	旧产品	2	5
宠物护理产品	新产品	28	3
	旧产品	1	1

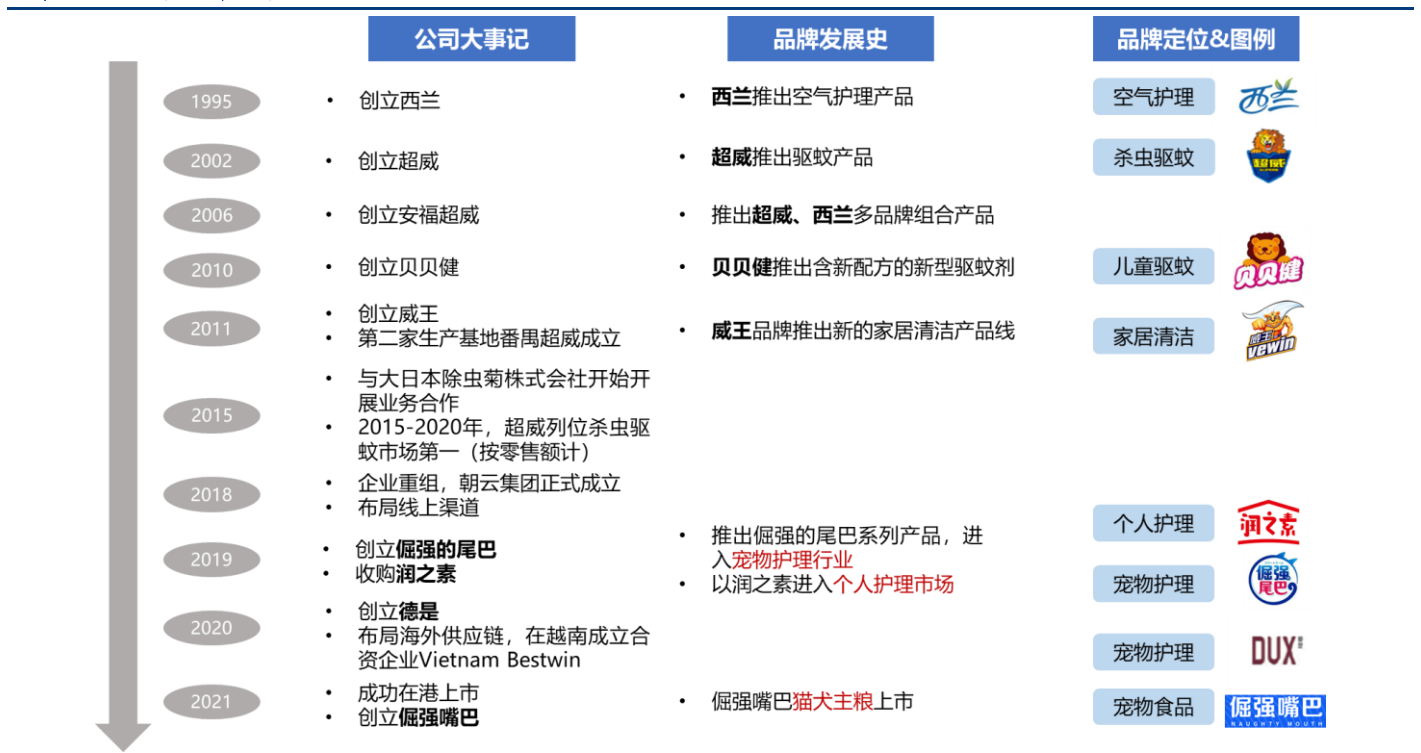
资料来源：招股说明书，华创证券

## (二) 业务基础夯实，品牌、渠道布局完备

### 1、建设品牌矩阵，细分强化核心竞争力

快消背景带来的品牌意识和品牌矩阵打法。快消行业竞争激烈，打开国门较早，以宝洁、联合利华为首的国际快消龙头将精确定位客群、打造品牌矩阵、共享渠道资源的做法带到国内，在市场竞争中做大的国内快消集团均有较强的品牌意识，擅长打造差异化产品，重视营销和渠道建设。从立白集团独立出来的朝云也不例外，自2018年重组以来持续发力品牌矩阵建设。

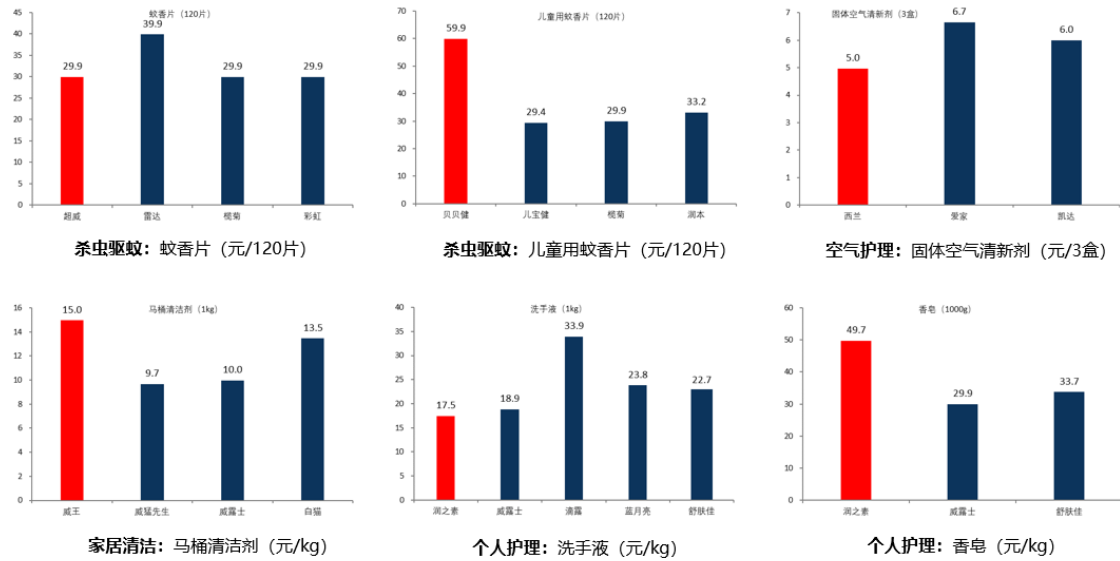
图表 4 公司品牌发展历程



资料来源：招股说明书，公司官网，华创证券

持续外延品类矩阵，差异定价满足多层次消费群体。公司先后打造了西兰、超威、贝贝健等细分领域龙头品牌，覆盖了家居护理行业中3个大品类、28个细分品类。2019年，切入个人护理和宠物护理行业，现已建立3个品牌，覆盖7个大品类、16个细分品类。自2017年以来公司推出了130多款新产品，其中仅2020年前九个月就推出73款，重组后新品推出节奏加快。兼顾性价比与高端化属性，公司采取差异化定价法，基于子行业的竞争格局和消费者特征，细化消费需求；在竞争激励的杀虫驱蚊市场，公司定价适中，保持与其他品牌的同步性；但在儿童杀虫驱蚊这一细分市场，公司利用龙头企业品牌影响力优势，采用高定价，在保证销量的前提下增厚利润。

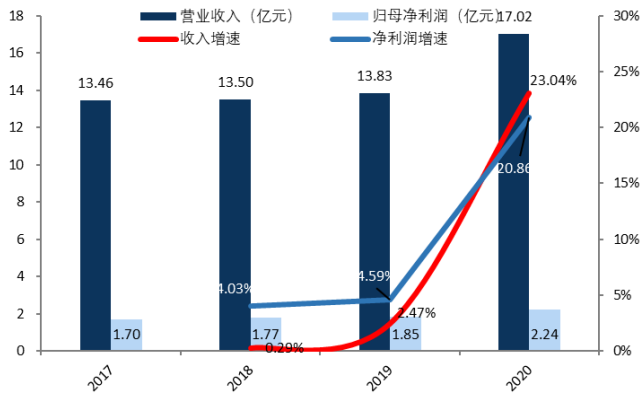
图表 5 对比行业竞品朝云集团旗下各品类定价



资料来源: 公司旗下各品牌天猫官方旗舰店, 华创证券

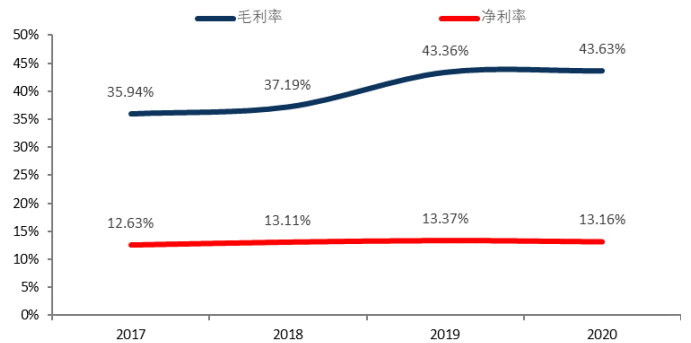
业绩延续增长趋势, 盈利能力稳定。2020 年公司实现营业收入 17.02 亿元, 同比增长 23.0%, 三年复合增长率为 8.1%, 实现归母净利润 2.24 亿元, 同比增长 20.9%。公司毛利率从 2017 年的 35.9% 增长至 2020 年 43.6%, 净利率维持在 13% 左右, 盈利能力稳定。与行业内其他公司比较, 其 ROE 明显高于同行, 资产周转率更高, 盈利能力更强。

图表 6 朝云集团营收、净利润及增速



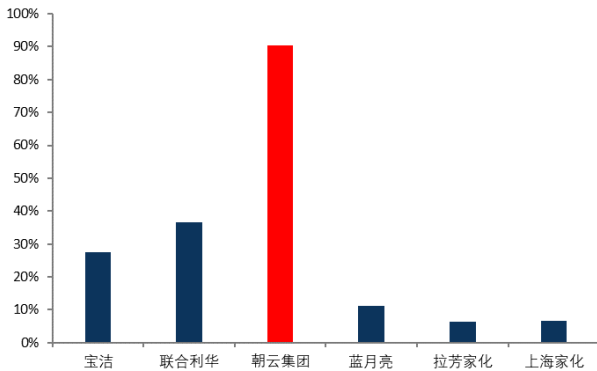
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华创证券

图表 7 朝云集团毛利率和净利率情况



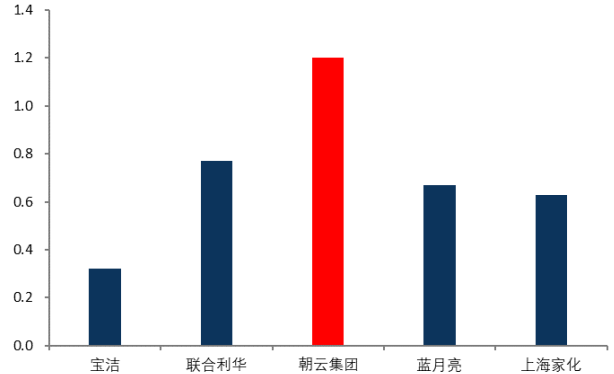
资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华创证券

图表 8 可比公司 ROE



资料来源: Wind, 华创证券

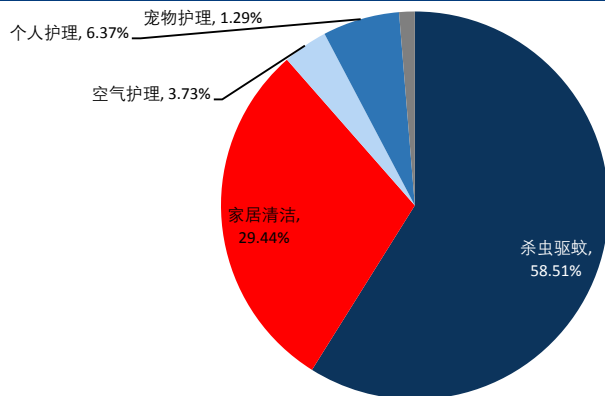
图表 9 可比公司资产周转率 (单位: 次)



资料来源: Wind, 华创证券

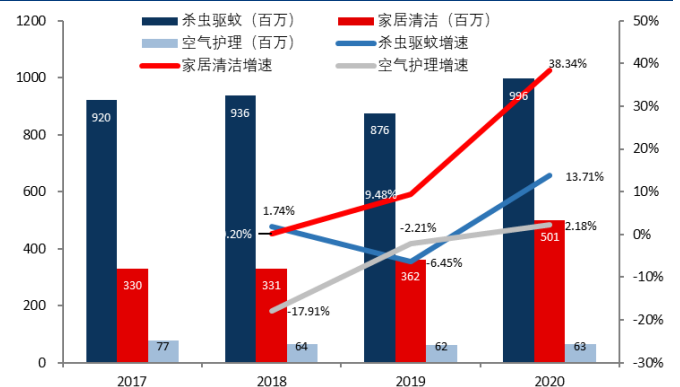
**家居护理为收入第一大来源。**公司营业收入由家居护理、个人护理、宠物护理三部分构成，其中家居护理又分杀虫驱蚊、家居清洁和空气护理三大品类。2020 年家居护理营收 15.61 亿元、个人护理 1.08 亿元、宠物护理 0.22 亿元，同比增长 20.0%/51.7%/1164%。家居护理中杀虫驱蚊占比近 70%，家居清洁占比近 25%，二者合计营收 15 亿元。

图表 10 2020 年朝云集团营收结构



资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华创证券

图表 11 家居护理子行业收入及增速

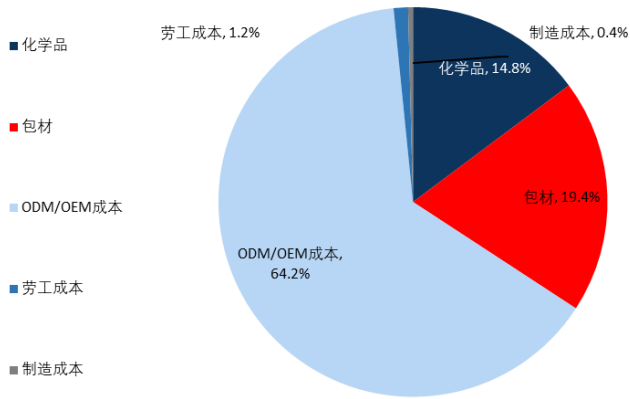


资料来源: 招股说明书, 公司公告, 华创证券

**柔性供应链体系下，原材料价格波动对毛利影响较大。**为提高生产灵活性、增加产能、降低资本投入，公司采用外协生产为主，自有生产为辅的模式。截至 20Q3 生产成本为 8.4 亿元，其中 OEM/ODM 成本占比 64%，原材料占比 34%（化学品与包装材料各占一半）。对标蓝月亮，其销售成本中化学品占比近五成，包材占比超四成。我们估计朝云集团 OEM/ODM 成本中近一半为化学品成本，四成约为包材成本，则化学品成本合计占比约 47%，包材成本占比 45%，原材料价格波动对生产成本影响较大。溶剂油是日化产品最主要的原材料之一，2019 年其吨价跌超 10%，公司生产成本下降，从而家居护理毛利上升 6pct。

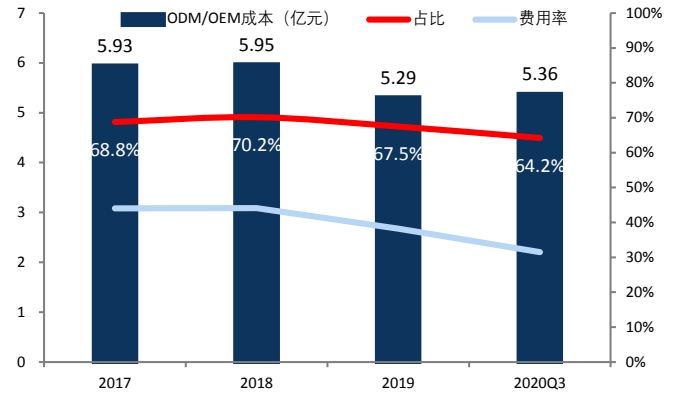
**自有产能：**朝云集团拥有江西安福和广州番禺两大生产基地，主要生产杀虫驱蚊、家居清洁及空气清新产品；**外协产能：**截至 2020Q3，公司与 40 家 ODM/OEM 厂商签订协议，其中 32 家是独立第三方，8 家是立白集团的附属公司及上海新高姿。

图表 12 ODM/OEM 是最大的成本开支项



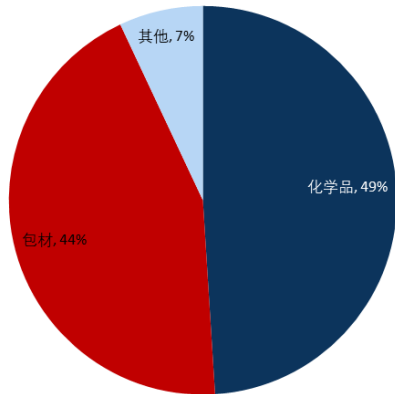
资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 13 ODM/OEM 成本变化情况



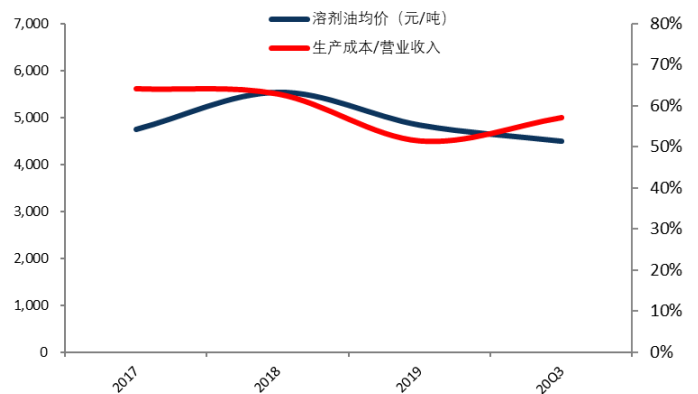
资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 14 蓝月亮销售成本结构



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 15 溶剂油与生产成本/营业收入对比



资料来源: Wind, 公司公告, 招股说明书, 华创证券

图表 16 2019 年公司各生产基地产量与产能情况

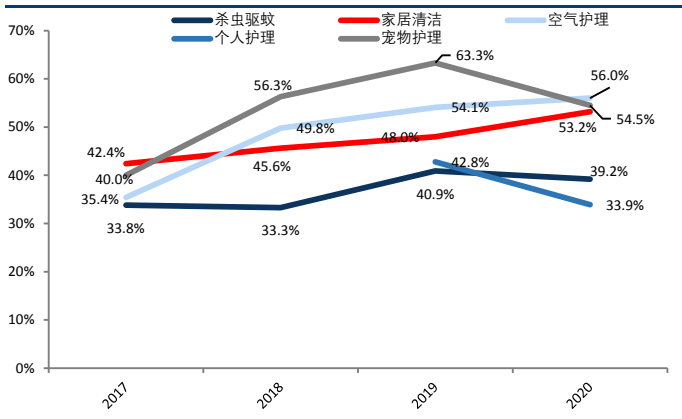
生产基地	产品类别	生产线数量	产量 (千件)	产能 (千件)	产能利用率
安福基地	盘香	6	874	1500	58.2%
	电热蚊香液	3	480	788	83.5%
	电热蚊香片	1	173	250	69.3%
	固体空气清新剂	2	152	317	48%
	洁厕剂	1	115	200	57.4%
个人护理产品	家居清洁产品	2	391	990	39.5%
	电热蚊香液	3	467	900	51.9%
	电热蚊香片	1	50	240	20.8%

资料来源: 招股说明书, 华创证券

宠物业务、空气护理盈利能力较强, 家居清洁毛利持续提升。家居护理毛利率从 2017 年的 36% 提高到 2020 年的 44.4%, 逐年改善。新业务宠物护理盈利能力强劲, 2019 年毛利率 63%, 2020 年为 54.5% (略受包材涨价影响)。2019 年杀虫驱蚊毛利率增长 7.6pct, 空气护理增长 14.4pct, 主要是公司推出高价新品和原材料价格降低。个人护理 2020 年

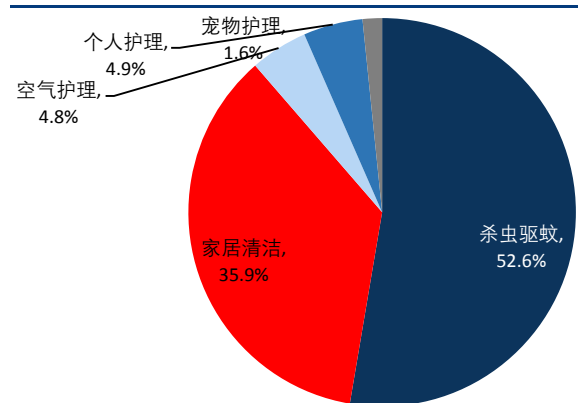
毛利率下滑，归因于受疫情影响包材采购价格上升。

图表 17 朝云集团各品类毛利率



资料来源：公司公告，招股说明书，华创证券

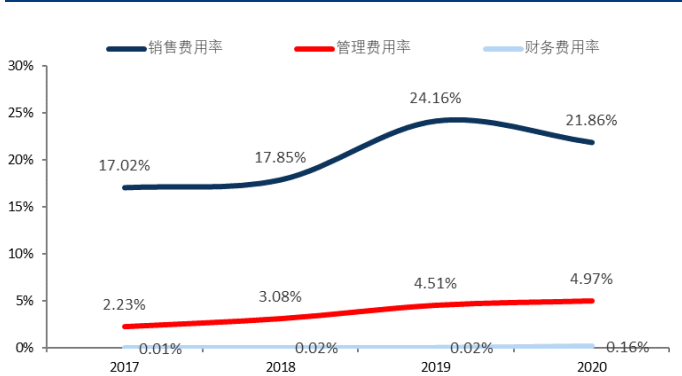
图表 18 朝云集团各品类贡献毛利占比



资料来源：公司公告，招股说明书，华创证券

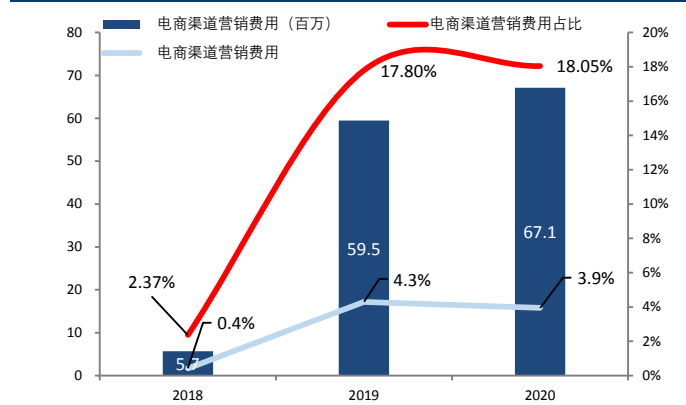
**拓展电商渠道致使销售费用率略增长。**从费用端上看，近几年管理费用率和财务费用率略增，整体上与公司业务增长相一致，而销售费用率增幅较大。从 2017 年 17.02% 提高至 2020 年 21.89%，尤其 2019 年增长了 6.31pct 至 24.16%。主要原因是公司重点布局线上渠道，组建电商团队，大力进行平台营销。2019 年电商渠道营销费用达 0.59 亿元，占销售费用的 17.8%，电商渠道销售费用率从 0.4% 提升至 4.3%。进入 2020 年后继续发力，线上费用 0.67 亿元，占比 18.1%，但受益于需求大幅提升，故电商费用率小幅下滑。

图表 19 朝云集团三费变化



资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

图表 20 电商渠道营销费用及占比



资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

## 2、全渠道布局，逐步线上化

**逐步建立起线上线下全渠道覆盖的全国性销售网络。**1) 线下渠道：截至 2020 年，公司拥有超过 1,200 家分销商、62 万个分销商网点（其中近 51 万个位于三线及以下城市），渗透一至五线城市，覆盖所有省份、地级市和大部分县级市。2002 年实现收入 10.5 亿元，毛利率 42%；2) 线上渠道：覆盖天猫、京东、拼多多、网易严选等主流电商平台，截至 2020 年底拥有 26 家自营线上商店。2020 年收入 2.9 亿元，毛利率 51.6%；3) 企业及团体客户：客户以酒店、航空公司、药店为主。2002 年收入 340 万元，毛利率 59.1%；4) 海外分销：通过直接聘任海外分销，进一步渗透东南亚市场，逐步在南非、东非和拉丁美洲市场建立分销网络。2002 年实现收入 48 万元，毛利率 56.7%；5) 立白渠道：通过立白集团，面向 48 名大客户（全国性及区域性大卖场及超市），覆盖约 1.1 万个销售网

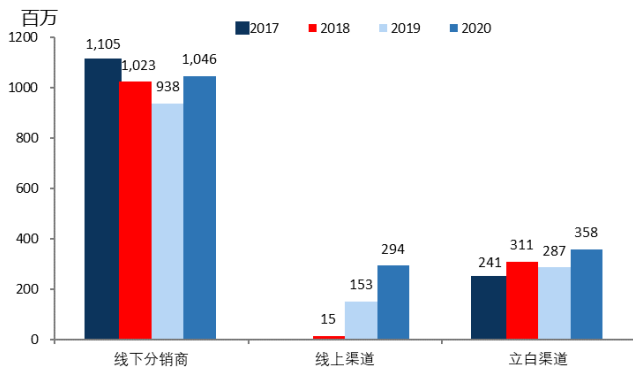
点。2020 年实现收入 3.6 亿元，毛利率 41.5%，较 2019 年提高了 5.2pct，议价能力和品牌认可度得到进一步提升。

图表 21 朝云集团全渠道布局网络

全渠道销售网络	网点布局	主要条款	营收和毛利
<p><b>线下分销商</b> (占比61.44%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>截至2020年，有1200+分销商，62万个分销商网点</li> <li>渗透一至五线城市，覆盖所有省份、地级市及大部分县级市</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需提前支付全款</li> <li>设定年度销售目标</li> <li>无质量问题不可退货</li> <li>返利5-18%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>营业收入10.5亿元，同比+12%</li> <li>毛利率42%，较上年度-2.4pct</li> </ul>
<p><b>线上渠道</b> (占比17.29%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分为线上分销商和自营线上商店（截至2020年有26家）</li> <li>覆盖天猫、京东、拼多多、网易严选购等主流电商平台</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>需提前支付全款</li> <li>禁止冲货和次级分销</li> <li>除包装问题不可退货</li> <li>返利5-18%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>营业收入2.9亿元，同比+93%</li> <li>毛利率51.6%，较上年度+1.8pct</li> </ul>
<p><b>企业及团体客户</b> (占比0.2%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>客户包括酒店、航空公司、药店等共299名</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>营业收入340万元，同比-17%</li> <li>毛利率59.1%，较上年度+13.1pct</li> </ul>
<p><b>海外分销商</b> (占比0.03%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>直接聘任海外分销</li> <li>进一步渗透东南亚市场，优先开发越南新工厂；逐步在南非、东非和拉丁美洲市场建立分销网络</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>营业收入48万元，同比-76%</li> <li>毛利率56.7%，较上年度-5.5pct</li> </ul>
<p><b>立白渠道</b> (占比21.04%)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过立白集团，覆盖全国性及区域性大卖场及超市</li> <li>在现有基础上返利率提高3-5%；每年多支付15-20%的营销费用</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>营业收入3.6亿元，同比+25%</li> <li>毛利率41.5%，较上年度+5.2pct</li> </ul>

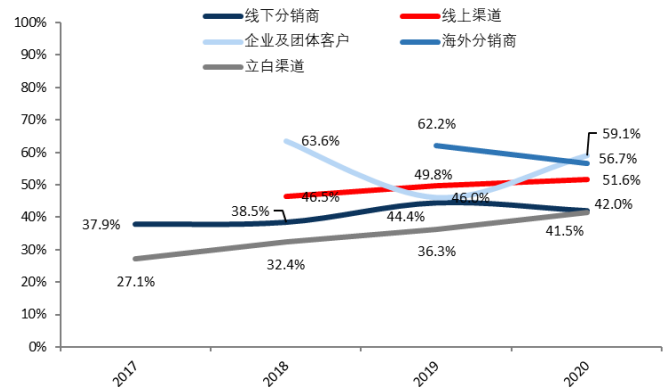
资料来源：公司招股书，公司公告，华创证券

图表 22 朝云集团主要渠道收入情况



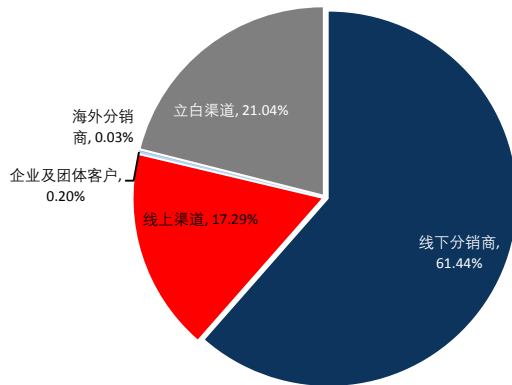
资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

图表 23 朝云集团各渠道毛利率



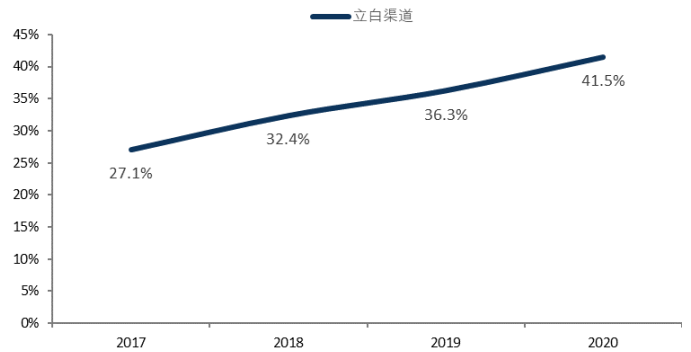
资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

图表 24 立白渠道销售额占比约 21%



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 25 立白渠道毛利率逐年上升



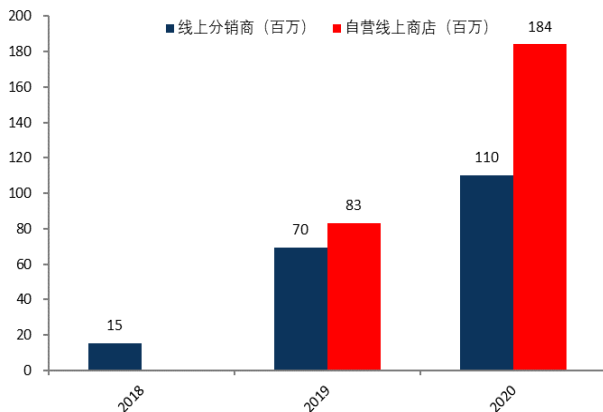
资料来源: 招股说明书, 华创证券

**线上渠道快速发展, 驱动业务收入增长。**自 2019 年以来, 公司重点开拓线上渠道, 快速进入 B2B、B2C、社群电商、新零售等市场。2020 年线上渠道收入 2.94 亿元, 同比增长 92.8%, 其中线上分销商 1.1 亿元, 自营线上商店 1.8 亿元。今年 618 期间, 公司多个品牌获得所在类目第一, 润之素天猫旗舰店收入增长超 10 倍, 威王、贝贝健和西兰均有不同程度的增长。

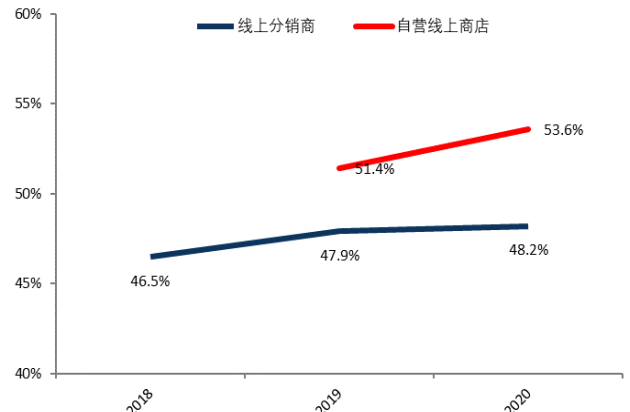
图表 26 朝云集团线上市场布局



资料来源: 公司公告, 华创证券

**图表 27 朝云集团线上渠道收入**


资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

**图表 28 朝云集团线上渠道毛利率**


资料来源：招股说明书，公司公告，华创证券

## 二、领先家居护理行业，开拓个人护理赛道

### (一) 行业高景气度，下沉和细分带来增量

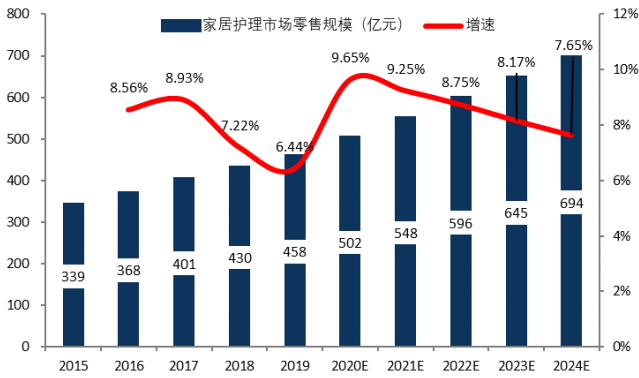
#### 1、我国日化市场持续增长，细分市场仍存突围机会

我国日化行业涵盖家居护理、织物护理、个人护理和宠物护理四个细分市场。据灼识咨询数据，我国日化行业规模从 2015 年 4023 亿元，增长至 2019 年 5833 亿元，复合增长率为 9.7%。随着经济水平不断提高，人们对生活品质的要求越来越高，日化产品进一步升级和细分，市场规模有望进一步增长。

**各细分市场增长空间尚存。** 1) **家居护理市场：**我国是全球第二大家居护理市场，2019 年市场规模为 458 亿元，预计 2024 年将增长至 694 亿元，复合增速为 8.7%。其主要包括家居清洁、餐具护理、杀虫驱蚊、空气护理四个子市场，市场规模分别为 193/152/84/28 亿元。据 Euromonitor，2020 年我国人均厕所护理（家居清洁子行业）年消费额为 0.4 美元，较美国 2 美元有近 4 倍提升空间，衣物护理人均年消费额（家居清洁子行业）有约 5 倍增长空间，餐具护理超 6 倍，杀虫驱蚊近 2 倍，空气护理超百倍。 2) **个人护理市场：**个人护理市场包含护肤、头发及身体护理、彩妆、口腔护理、洗手液、花露水等。我国个人护理市场从 2015 年的 3085 亿元增长至 2019 年 4587 亿元，复合增速 10.7%，预计 2024 年将进一步增长至 7014 亿元。

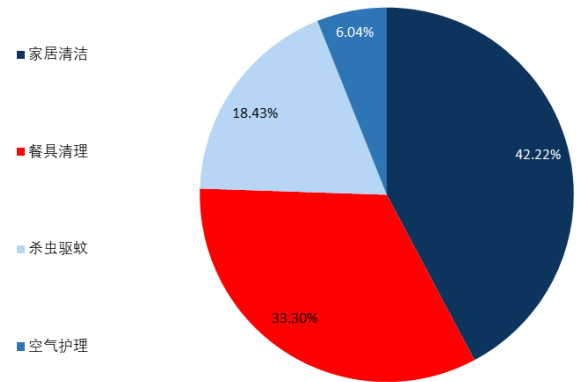


图表 29 家居护理市场规模



资料来源: 灼识咨询, 转引自公司招股说明书, 华创证券

图表 30 2020 年家居护理市场构成



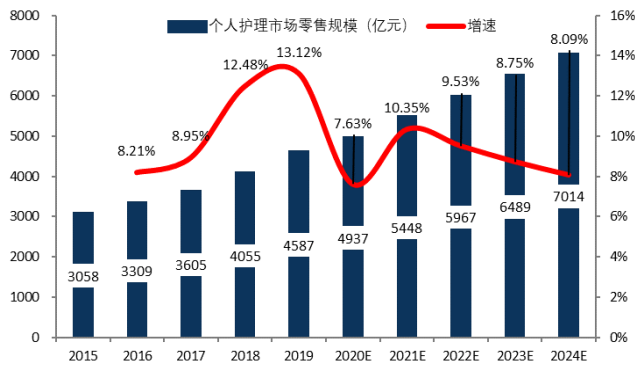
资料来源: 灼识咨询, 转引自公司招股说明书, 华创证券

图表 31 家居护理各细分市场规规模及增速



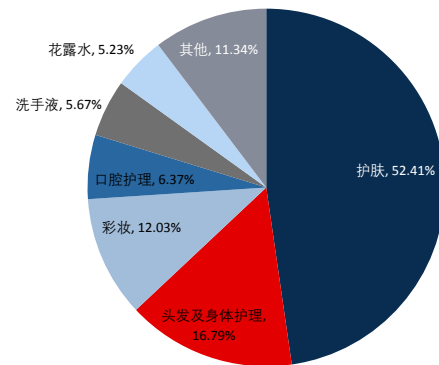
资料来源: 灼识咨询, 转引自公司招股说明书, 华创证券

图表 32 个人护理市场规模



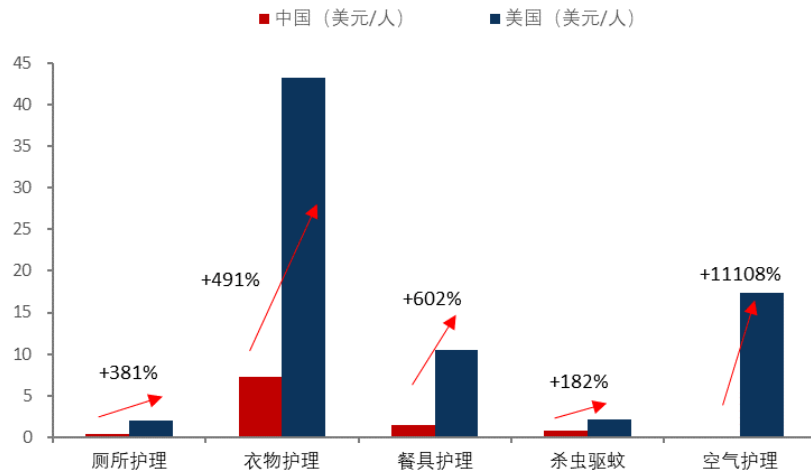
资料来源: 灼识咨询、转引自公司招股说明书, 华创证券

图表 33 2020 年个人护理市场构成



资料来源: 灼识咨询、转引自公司招股说明书, 华创证券

图表 34 中美细分市场人均年消费金额对比

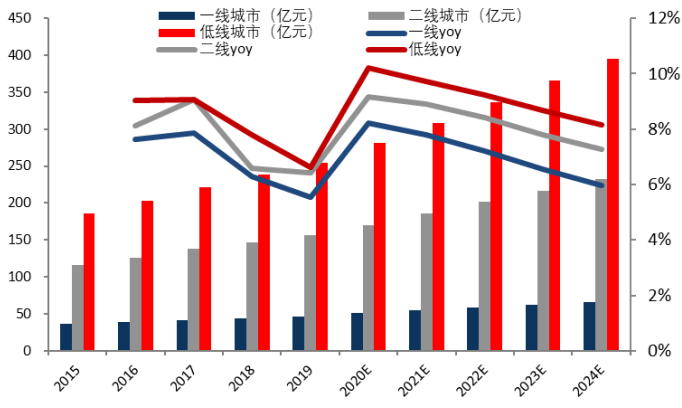


资料来源: Euromonitor, 华创证券

## 2、下沉和细分是市场规模持续增长的驱动力

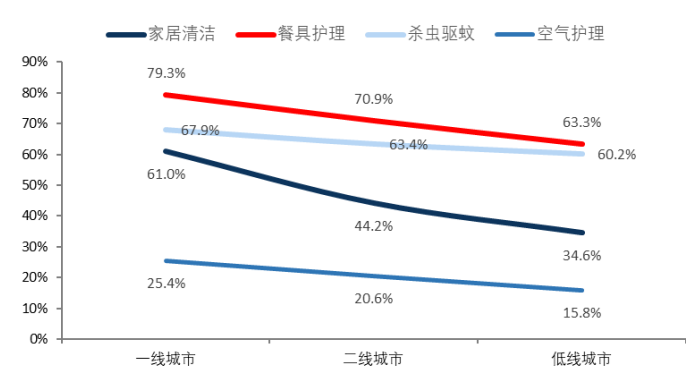
低线城市可支配收入增长, 消费能力带动需求提升。2019 年我国低线城市家居护理市场规模为 255 亿元, 消费市场广阔, 且增速较一二线城市更高。目前, 家居护理产品在低线城市仍处于早期发展阶段, 各细分品类渗透率较一线城市而言仍可提升。家居清洁产品在低线市场渗透率为 35%, 一线城市为 61%, 提升空间约 76%, 餐具护理、杀虫驱蚊、空气护理增长空间分别为 25%/13%/38%。随着人们越来越注重清洁舒适的居住体验, 预计未来低线城市需求增长将带动行业规模持续扩大。

图表 35 各线城市家居护理市场规模及增速



资料来源：灼识咨询，转引自公司招股说明书，华创证券

图表 36 2019 年各线城市家居护理产品渗透率



资料来源：灼识咨询，转引自公司招股说明书，华创证券

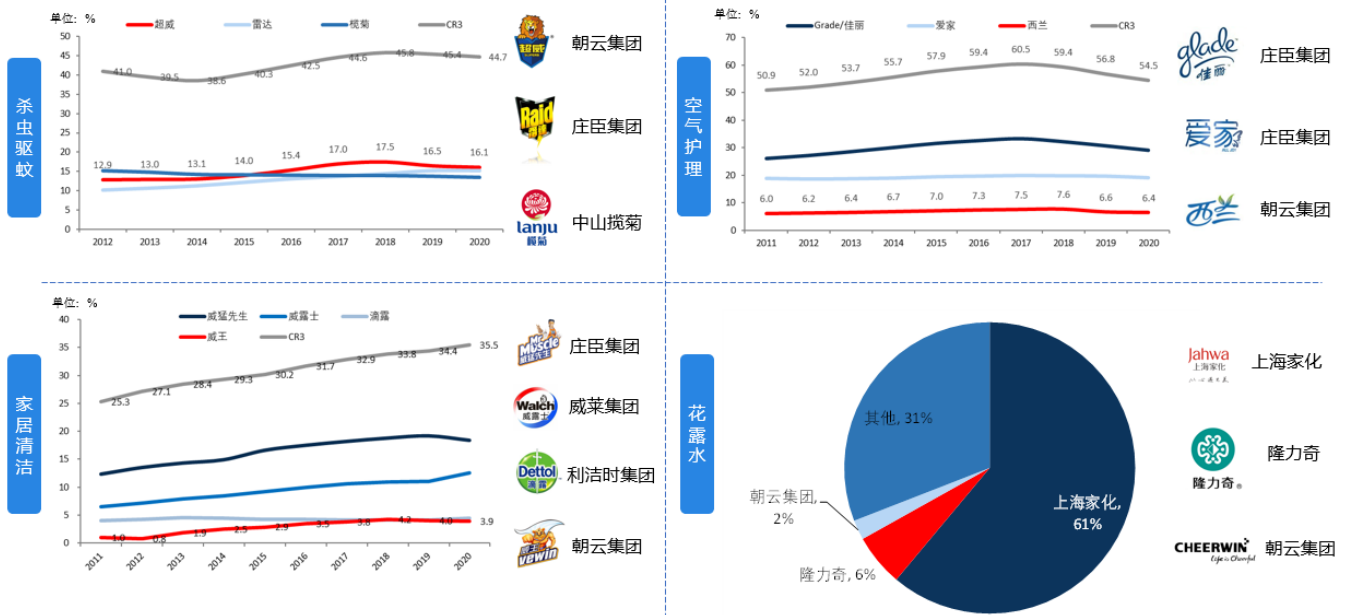
消费场景和消费人群的多样化催生更多细分品类。消费场景上，从单一商品全场景通用向专业产品特定场景使用转变。以家居清洁市场为例，商家逐步推出了适应不同清洗场景的清洁产品，例如洗衣机槽清洗剂、纱窗清洗剂、管道疏通产品，从而帮助消费者更高效地完成清洁任务。消费人群上，基于不同年龄阶段或特殊身份的客户群体，推出专用产品。例如，针对婴幼儿推出宝宝用驱蚊剂、洗手液，针对孕妇推出专用的洗发水、护肤等产品。

### (二) 家居龙头地位稳固，个护行业任重道远

品牌竞争力彰显，家居护理多个子行业市占率靠前。2020 年超威在杀虫驱蚊行业市占率第一 (16.1%)，这是其连续第六年 (2015-2020 年) 获得首位。空气护理品牌西兰以 6.4% 的市占率获得行业第三，家居清洁品牌威王市占率排名第四。根据招股书披露，未来公司将增大研发投入，持续发力家居护理行业，推出适用于更多使用人群、使用场景和高功效的产品。

个护市场竞争格局分散，计划推出新品类。我国个人护理子行业众多，市场集中程度较低。细分市场花露水品类相对集中，上海家化一家独大，市占率高达 61.1%，旗下拥有六神品牌。公司个护品牌润之素市占率仅 2.2%，排名第三。新冠肺炎疫情期间，公司迅速推出洗手液及免洗消毒凝露，抓住市场增长机遇，未来将扩充头发护理和身体护理等子品类。

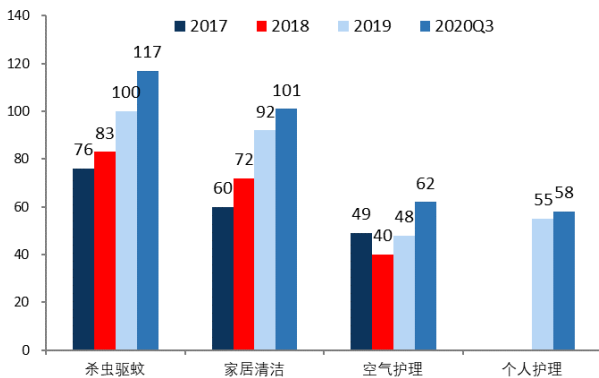
图表 37 家居护理和花露水 (个人护理) 市场竞争格局



资料来源: Euromonitor, 灼识咨询, 转引自公司招股说明书, 华创证券

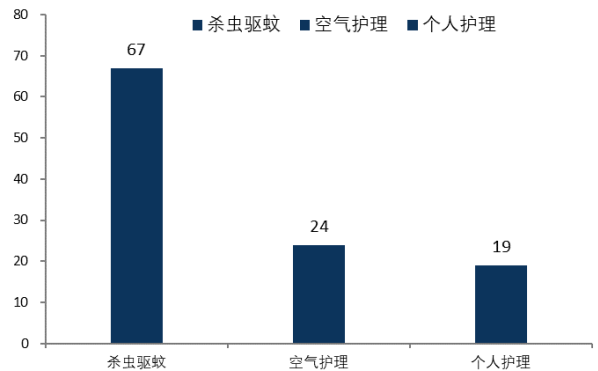
多家机构合作研发, 树立行业内产品升级标杆。公司现拥有 4 个实验室, 26 位研发人员, 致力于产品开发和升级。此外, 还与国内外先进实验室合作, 率先推出领先产品并建立行业标杆。例如, 公司与江苏扬农化工共同推进新型杀虫驱蚊活性成分 (氯氟醚菊酯) 的应用及开发, 建立行业药效标杆; 与日本除虫菊株式会社合作推出超威防蚊网、除螨包以及升级版超威小旋风驱蚊片产品; 与日本狮子化学株式会社合作开发了国内首款具有 60 天长效缓释的空间除菌消臭产品。2018 年, 公司还成立了中国日化行业第一家院士专家企业工作站“超威卫生害虫绿色防治技术院士工作站”。目前, 杀虫驱蚊在研产品 67 个, 空气护理 24 个, 个人护理 19 个。我们认为, 公司重视技术投入, 在保持高水平研发能力的同时, 积极与国际接轨, 未来随着在研产品落地, 有望进一步提升竞争力, 获取市场份额。

图表 38 朝云集团各品类 SKU 数量变化



资料来源: 招股说明书, 华创证券

图表 39 朝云集团在研产品数量



资料来源: 招股说明书, 华创证券

### 三、先谋后定，发力 DTC 宠物品牌

#### (一) 第二成长曲线：发力宠物赛道

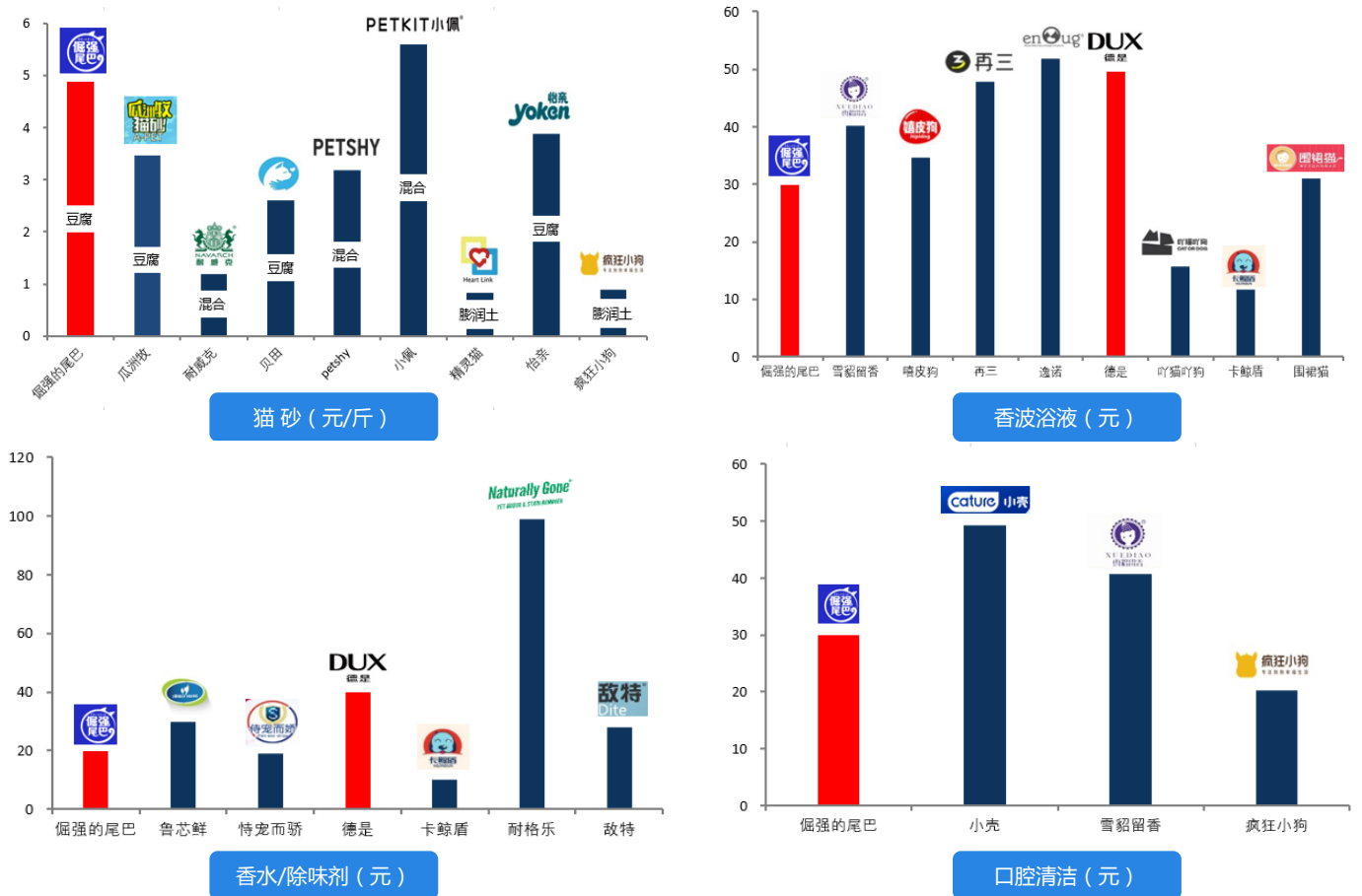
推出宠物护理品牌，短期内快速实现收入增长。依托家居护理的现金奶牛业务，公司强势切入成长性更强的宠物行业，于 2019 年创立宠物护理品牌“倔强的尾巴”，通过天猫旗舰店上市仅 4 个月就实现香水除味类目品牌排名第一，并获得天猫金妆奖 2020 年最具潜力新锐品牌。截至 2021 年 6 月，“倔强的尾巴”涉及空间除菌、除臭抑菌、宠物猫砂、口腔清洁、香波洗护、智能电器、眼耳清洁共七大类，提供 43 个 SKU，产品定位中等价格带。2020 年创立高端宠护品牌“德是”，提供宠物卫生、宠物除臭剂及猫砂共 18 种宠物护理产品，定位偏高端价格带。因产品优化扩充等因素作用，公司宠物护理收入由 2019 年的 174.3 万元大幅增长近 13 倍至 2020 年的 0.22 亿元，低基数下实现快成长。

图表 40 倔强的尾巴、德是宠物护理产品

品牌	类目	产品名称	亮点
倔强的尾巴	空间除菌	除菌除味喷雾	99.9%除菌率，48 小时抑菌，24 小时祛味
		宠物除菌浓缩液	30s 快速除菌
	除臭抑菌	芳香露	高浓度植物精粹
	宠物猫砂	混合猫砂	30%膨润土猫砂+70%食品级豆腐猫砂，遇水溶解
		豆腐猫砂	低粉尘，可溶解
	口腔清洁	宠物口腔清新洁齿水	99.9%抑菌率
		洁牙凝胶	植物配方，99.9%抑菌率
	香波洗护	宠物香波（多效护理）	温和去污 APG+保湿因子海月水母
		宠物香波（柔顺留香）	温和去污 APG+柔顺因子维生素原B <sub>5</sub>
	智能电器	宠物饮水机	四重过滤，水源循环
自动喂食器		远程控制	
眼耳清洁	洁耳凝露	速溶耳垢，99.9%除菌率	
德是	香波洗护	香波深层去污平衡油脂	含有墨西哥湾海盐
		香波保湿补水	植物精油配方，添加“锁水磁石”
		护毛素	持久存香，柔顺亮泽
		免洗香波	0 硅油 0 酒精 0 激素
	香水	香水	采用 Halo Scent 环绕锁香技术
	用品	豆腐猫砂	专利持证技术，3 秒结团

资料来源：天猫官方旗舰店，华创证券

图表 41 倔强的尾巴、德是宠物用品定价对比



资料来源：天猫官方旗舰店，淘数据，华创证券

宠护与主业共享生产和渠道网络，先发优势显著。新开拓的宠物护理业务一定程度上与公司主营业务类似，洗护日化线可复制主业的生产和研发模式，加快推出和迭代新产品的步伐。此外，还可基于全国性销售渠道实现新市场拓展。公司具备天然的先发优势，因此短期内就可以看到较好的财务表现。

“倔强的嘴巴”高举高打，卡位高端宠粮市场。2021年4月，公司推出宠粮品牌“倔强的嘴巴”，目前天猫旗舰店共上线6款猫犬主粮产品。其主打国内首款“0肉粉”五谷鲜肉粮，粗蛋白含量达35%，特添专利活性乳酸菌，更利于宠物肠胃消化，定价约50元/500g，卡位超高端市场。与其他品牌同类产品对比发现，大部分主粮中均会添加肉粉，且蛋白含量只有海外品牌可以做到35%以上。因此，“倔强的嘴巴”产品质量更佳。今后，公司将重点布局猫粮市场。我们认为，宠物业务将是公司未来最大的增长点，随着生产、营销等环节逐步跟上，有望实现体量和利润的双增长。

图表 42 不同宠物品牌猫主粮各指标对比

品牌	产品名称	价格 (元 /500g)	年龄段	粗蛋白含量 (≥)	食材配方	原产地
伟嘉	成猫全阶段猫粮	11.25	成猫	27%	肉类及其制品 (牛油≥5%) 等	英国
皇家	室内成猫猫粮	30.88	成猫	25%	鸭肉粉、鸡肉粉、牛油等	法国
Petcarean Go!	无谷九种肉全猫粮	44.7	全阶段	46%	鸡肉粉、去骨鸡肉、去骨火鸡肉、鸭肉粉、	法国

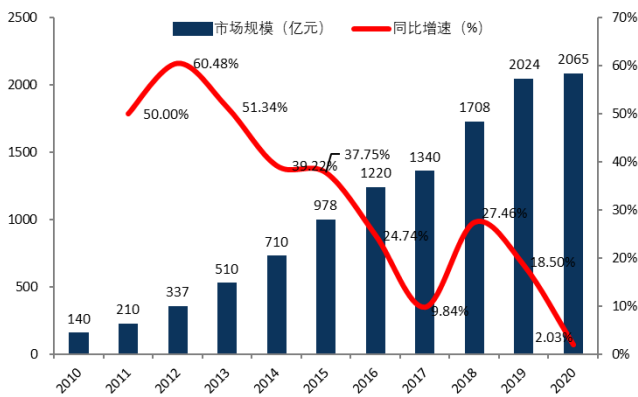
品牌	产品名称	价格(元/500g)	年龄段	粗蛋白含量(%)	食材配方	原产地
					火鸡肉粉、三文鱼粉等	
麦富迪	鱼油成猫粮	13.8	成猫	26%	三文鱼(27%)、鸡肉、牛肉骨粉、鱼油(3%)等	中国
比瑞吉	室内成猫通用型	38.9	成猫	26%	鸡肉粉、鸭肉粉等	中国
渴望	爱猫猫粮	82.5	全阶段	40%	新鲜鸡肉(18%)、新鲜火鸡肉(7%)、新鲜鸡肝(5%)、新鲜比目鱼(4%)等	加拿大
玫斯	全价室内成猫猫粮	27.79	成猫	27%	鳕鱼肉(25%)、鸡肉粉、冻鸡肉(15%)、牛油等	中国
顽皮	成年猫粮	13	成猫	29%	鸡肉粉(含鸡肉60.6%)等	中国
冠能	三文鱼成猫粮	43.33	成猫	36%	鸡肉粉(19%)、鸡油、三文鱼等	美国
倔强的嘴巴	纯鲜肉乳酸菌冻干粮	49.86	成猫	35%	鲜鸡肉(36.1%)、鲜鸭肉(15.1%)、鱼(10%)、冻干三文鱼(1.5%)、鸡肝粉(1%)等	中国

资料来源：天猫，华创证券

## (二) 宠物市场增量空间大，国产化道路初启航

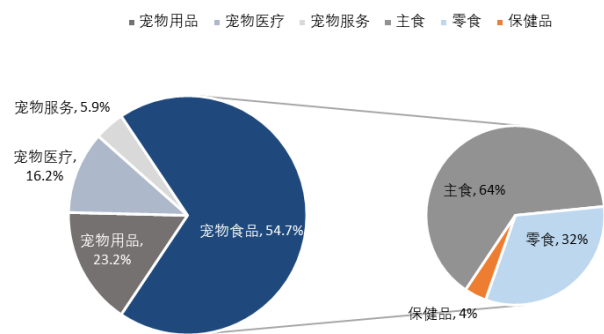
**宠物行业步入快速发展期。**较经济发达国家，我国宠物市场起步晚，2010 年仅拥有 140 亿元的市场规模，2016 年突破千亿，到 2020 年市场规模为 2065 亿元，十年内复合增速高达 30.88%。细分行业结构，宠物食品占比超五成，宠物用品超两成，宠物医疗和宠物服务合计约两成。我们认为，在消费升级和拟人化养宠的趋势下，宠物市场迎来快速发展阶段，尤其高频刚需的宠物食品市场和高门槛的宠物医疗市场成为当前宠物赛道的两大亮点。

图表 43 中国宠物消费市场规模快速提升



资料来源：狗民网《2020 年中国宠物行业白皮书》，华创证券

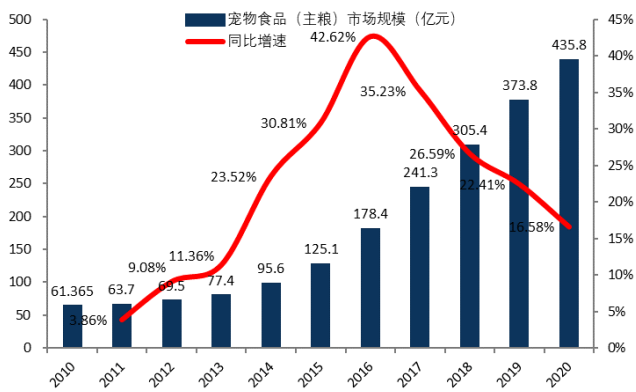
图表 44 中国宠物市场构成



资料来源：狗民网《2020 年中国宠物行业白皮书》，华创证券

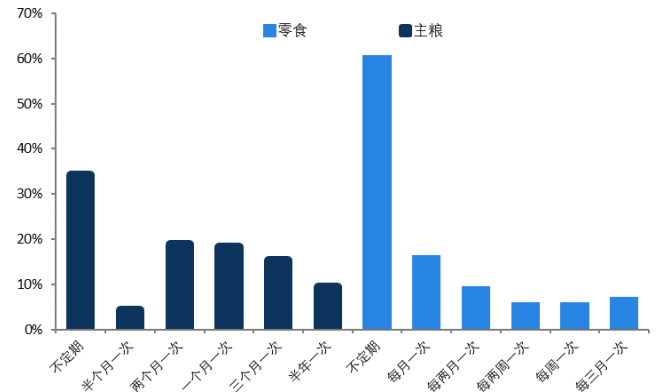
**宠粮：主粮市场规模增速快，占比高。**宠物食品分为主粮、零食和保健品三大品类，其中主粮占据 64% 的市场份额。据 Euromonitor 的数据，2020 年我国主粮市场规模达到 435.8 亿元，十年复合增长率为 21.66%。对比主粮和零食的购买频次，超（含）两月购买一次主粮的宠物主近四成，不定期购买零食的近六成，宠物主更偏好囤积主粮，零食的冲动性消费行为较多。我们认为，未来主粮仍然是最大的刚需品类，零食具有奖励、互动功能，充当宠物主和宠物间情感沟通的道具，而保健品在养宠科学化背景下成为宠物食品的补充。

图表 45 宠物主粮市场增速快



资料来源: Euromonitor, 华创证券

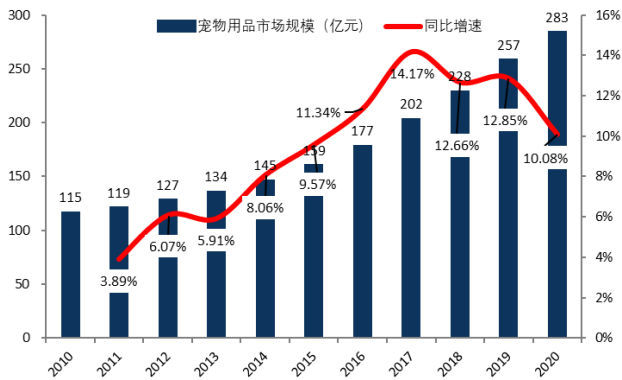
图表 46 宠物主粮和零食消费频次



资料来源: 狗民网《2020年中国宠物行业白皮书》, 华创证券

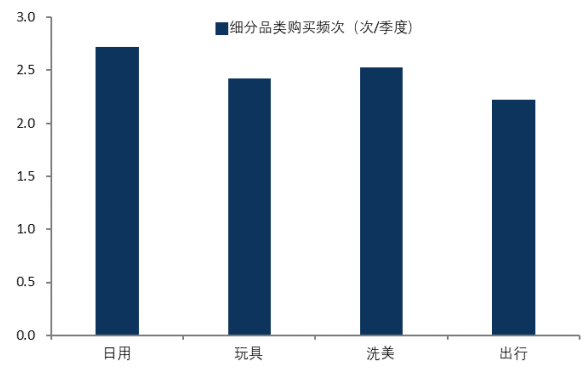
**宠物用品: 市场规模较小但增长稳定, 日用和洗美消费频次较高。**2020年我国宠物用品市场规模为282.7亿元, 复合增速9.41%。虽然整体市场规模不大, 但随着养宠从粗放向精细化转变, 增长空间确定性较强。我们认为, 宠物用品相对非标, 未来发展的看点在于智能化, 现市场上智能猫砂盆、自动喂食器等自动化产品受到年轻一代宠物主的追捧。于他们而言易安装易清洁的产品属性, 从而达到解放双手、省时省力的效果是主要的购买诉求; 而于宠物而言, 舒适度和安全性是能否适应自动化的关键。从频次来看, 日用和洗美用品由于日常性和消耗大, 消费频次较高; 而玩具和出行用品属于耐用品, 消费频次略低。

图表 47 宠物用品市场规模和增速



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 48 宠物用品细分品类消费频次



资料来源: 艾瑞咨询《2021年中国宠物消费趋势白皮书》, 华创证券

**宠物医疗: 资本推动宠物医疗走向集中化与专业化。**据鲸准研究院, 2020年我国宠物医疗市场规模约为560亿元, 其中宠物诊疗占比近95%。宠物医疗市场进入技术壁垒高, 定价权力大, 吸引了多方资本的关注。据统计, 2015-2020年9月期间宠物医疗赛道共发生72起融资事件。2018年, 瑞鹏集团与高瓴资本所投资的芭比堂、安安宠医等品牌合并, 由此新瑞鹏成为国内门店数最多的宠物医院, 超1600家。2020年其进行了新一轮融资, 股东包含腾讯、勃林格殷格翰等国内外一线机构。随着资本的不断介入, 我们认为宠物医院将向集中化综合化方向转型, 未来能为消费者提供更多元更专业的诊疗服务。



**图表 49 中国宠物医院概览**

名称	成立时间	门店数	公司简介	投融资情况
新瑞鹏	1998	1600+	是一家以宠物医疗为主营、业务多元化发展的大型综合性企业集团，旗下拥有芭比堂、宠颐生、纳吉亚、宠福鑫、云宠、安安宠医等品牌，覆盖全国 90+城市。	A 轮：2015，获达晨财智； 定向增发：2017.03，5600 万元，私募工厂、兴业证券等； 定向增发：2017.11，2.46 亿元，融汇资本和厚生投资； 战略投资：2018，高瓴资本； 股权投资：2020.08，融汇资本、中金、宠颐生； 战略投资：2020.09，数亿美元，腾讯投资、勃林格殷格翰、碧桂园创投、雪湖资本、奥博资本、Aspex 基金、清池资本
瑞派	2012	300+	从事宠物医院连锁运营和管理，目前拥有员工近 4000 名，其中博士 9 任，硕士 125 人，兽医专业人员 1600+人，年接诊量超 200 万例。	天使轮：2015，瑞普生物、华泰证券； A 轮：2016，明智合信； 战略投资：2017，2.45 亿元，Stonebridge、瑞普生物； 战略投资：2018.03，华泰新产； 战略投资：2018.05，3.5 亿元，瑞久创投、高盛、华泰证券； B 轮：2018.08，1.5 亿元，越秀产业基金； C 轮：2019，玛氏集团
芭比堂	1999	100+	由国内动物眼科专家董轶博士创立，是一家以追求医疗质量，提供完善服务为己任的动物医疗机构。目前已在北京、上海、广州、深圳、武汉，杭州，宁波、济南和西安开设了 100 余家分院。	2016 年获高瓴资本数百万元投资。
宠颐生	2016	200+	综合性动物医院，面向不同种类的宠物提供全面的兽医诊疗服务，追求为伴侣动物创造一个“幽雅的环境+人性光辉+良好沟通”的医疗和康复环境。	由高瓴资本孵化设立。
艾贝尔	2016	85+	是国内专业宠物全诊疗连锁机构，主要分布在江浙沪等长三角经济最活跃的大中城市。	天使轮：2017.03，南京慧拓； A 轮：2017.07，瓴域集团； B 轮：2018，瓴域集团
纳吉亚	2009	10	是较早致力于猫病专科服务及研究方向的动物医院连锁机构，已覆盖全国多个城市。提供的服务包括诊疗服务、健康体检、住院护理、转诊服务、领养中心、猫研所。	获高瓴资本 A 轮投资。
安安宠医	2015	259	是一家宠物连锁医疗机构，开设内科、骨科、软组织外科等科室，并搭建电解质与血液气体分析仪、高周波 X 线机等检测设备，为宠物提供日常养护、保健、医疗等服务。	2016 年获高瓴资本数千万元 A 轮投资。

资料来源：相关公司官网、微信公众号，天眼查，华创证券

注：新瑞鹏门店数包含旗下品牌

**宠物服务：市场处于高度分散的发展初期。**宠物服务包含宠物美容、保险、寄养、驯养、

摄影、殡葬等多种业态。宠物店以单体运营为主，进入门槛低，连锁品牌少，单店辐射区域基本在三公里以内，单店效益较低；其次，工作人员技能良莠不齐，服务质量有待提升。我们认为，市场仍在发展初级阶段，业务零散低端，服务未成体系，整合升级仍待时间。

图表 50 中国连锁宠物店概览

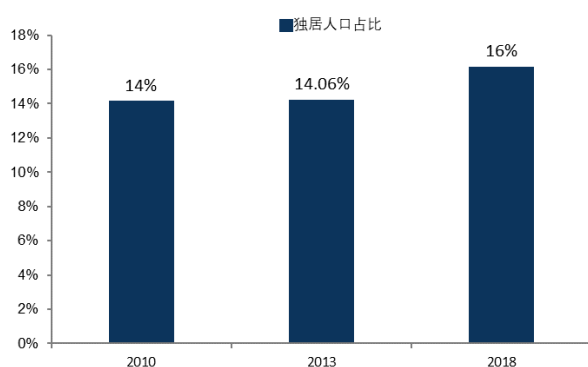
名称	成立时间	门店数	公司简介	投融资情况
小佩宠物	2013	900+	从智能用品到智慧门店，已完成“吃、喝、住、行、清洁、玩”的六大产品线布局，提供洗护、美容、零售、寄养等服务。	天使轮：2013，100 万元，PreAngle、晨晖创投、格巨创； A 轮：2014，200 万美元，纪源资本、赛领资本、王刚； B 轮：2017，一亿元，联新资本、联升资本； C 轮：2019，2000 万美元，启明创投、纪源资本； C+轮：2020，1000 万美元，坤言资本、纪源资本、启明创投、漠策资本
圣宠医院	2013	1300+	是国内宠物店加盟和宠物职业培训机构，提供销售、洗澡美容、寄养训导等服务，面向宠物服务从业人员提供培训课程。	-

资料来源：相关公司官网，天眼查，华创证券

### 1、需求端：千亿蓝海市场方兴未艾

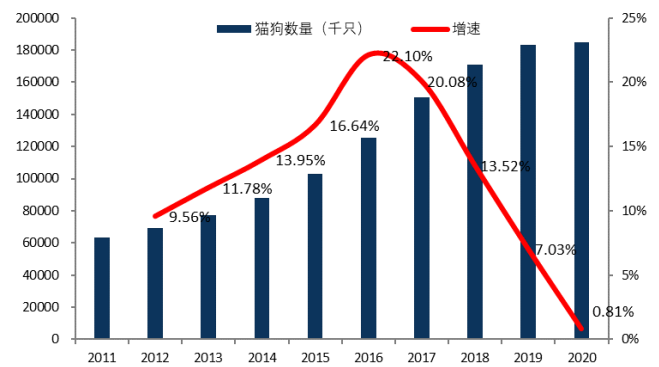
**消费升级叠加老龄化、单身化趋势增强，我国养宠人群日渐壮大。**随着居民收入水平的提高，不再仅限于基本的物质需求，对品质生活的追求愈趋强烈，养宠需求顺势而生。此外，我国老龄和独居人口数量逐年提升，2020 年单身成人已超过 2.6 亿，其中独居人口高达 8000 万。养宠拟人化下，宠物更多扮演家人、朋友等亲密角色，寄予宠物主情感。2020 年我国城镇养宠（犬猫）人数为 6294 万人，同比略增 3%，犬猫数量已近 2 亿只，增长不到 1%，主要因疫情影响下出门遛狗受限，居民养狗意愿降低。我们认为，在以上三大因素助推下，宠物数量将维持疫情前增长趋势，年均增速在 3% 左右。

图表 51 中国独居人口占比提升



资料来源：国家统计局，华创证券

图表 52 中国猫狗数量及增速

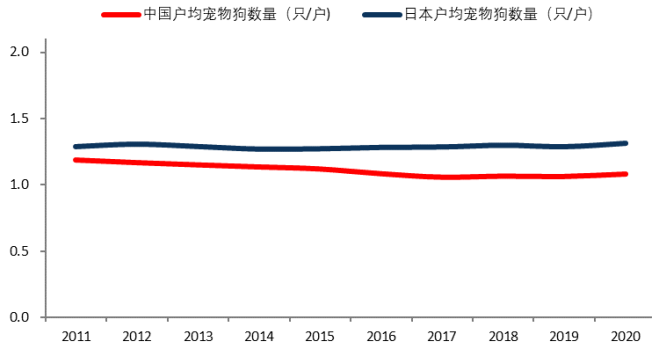


资料来源：Euromonitor，华创证券

**我国养宠渗透率低，存在进一步增长空间。**宠物数量增长空间可从两个维度考察。一方面，养宠渗透率较低，增量市场有待挖掘。以宠物猫为例，我国养猫渗透率（养猫家庭数/总家庭数）呈上升趋势，但 2020 年也仅为 14.5%。而美国高达 35.4%。另一方面，住

房面积决定家庭拥有宠物数量的上限，家庭面积越大可饲养的宠物越多。我国（40 平方米/人）与日本（30 平方米/人）人均住房面积较相似，而养宠家庭的户均宠物数量差别较大，中国养猫家庭户均拥有宠物猫 1.31 只/户，而日本为 1.87 只/户，相差超 40%。对标日本，户均宠物数有进一步增长的潜力。我们认为，随着宠物行业生态链的逐步完善，从发展期向成熟期演进中，市场将逐步扩容放量，增长可期。

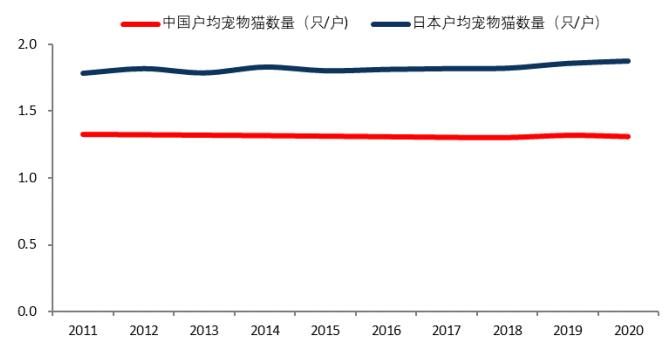
图表 53 中日养宠家庭户均宠物狗对比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

注: 养宠家庭户均宠物狗数量=宠物狗数量/养狗家庭数量

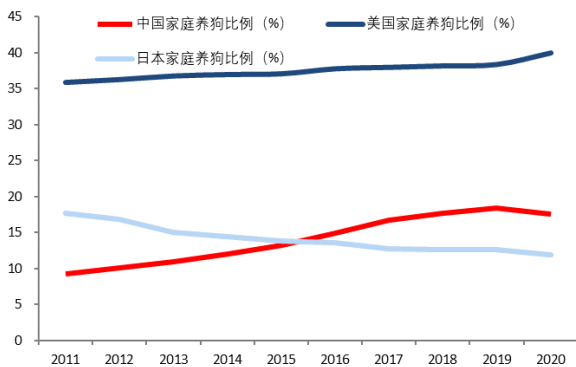
图表 54 中日养宠家庭户均宠物猫对比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

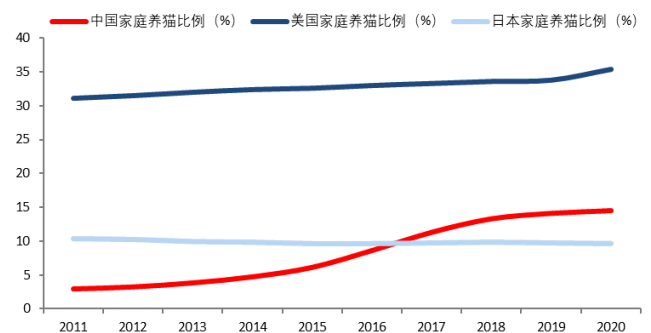
注: 养宠家庭户均宠物猫数量=宠物猫数量/养猫家庭数量

图表 55 中美日养狗家庭比例



资料来源: Euromonitor, 华创证券

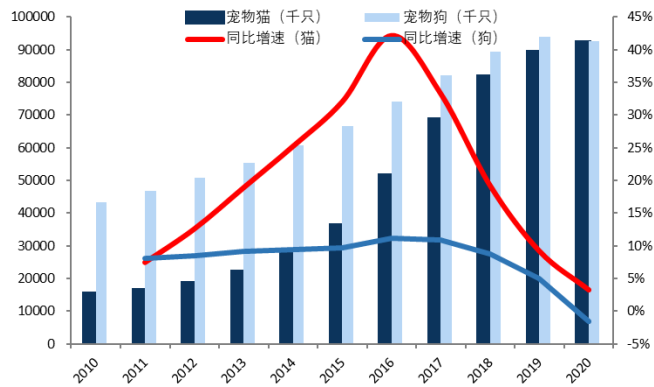
图表 56 中美日养猫家庭比例



资料来源: Euromonitor, 华创证券

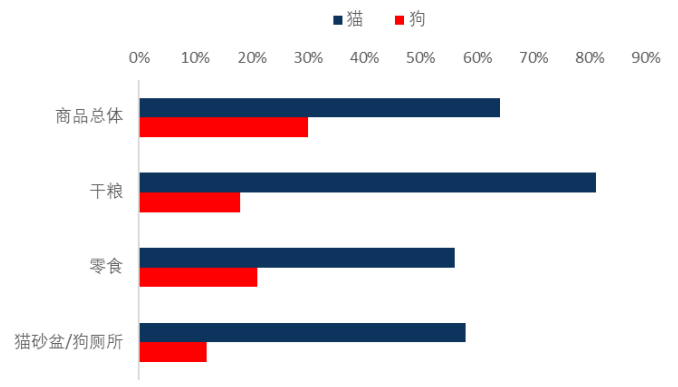
**猫经济兴起，精细化养宠程度高于宠物狗。**根据 Euromonitor 数据，2020 年我国宠物猫 0.921 亿只，复合增速 19.73%，而宠物狗数量 0.925 亿只，复合增速仅 7.88%，城市养宠增量主要是猫，2021 年宠物猫数量预计将首次超过宠物狗。我们认为猫经济盛行原因如下：首先，猫不外出，极少洗澡，不需要额外照顾，而每日遛狗行为非常不利于工作繁忙的年轻人和行动不便的老年人；其次，猫咪独立神秘的特点，对怕麻烦却又渴望陪伴的空巢青年极具吸引力；最后，猫片、猫颜文字、猫表情包等成为了重要的社交素材和道具，又通过互联网的广泛传播，激发人们的养猫热情。互联网有“养猫等于养闺女，养狗等于养保镖”的说法，因此养猫精细化程度更高，催生出冻干、猫条、香氛、自动饮水机等新产品。据京东大数据显示，猫相关产品增速明显快于狗，猫主人的购买力更强。

图表 57 宠物猫数量增速远高于宠物狗



资料来源: Euromonitor, 华创证券

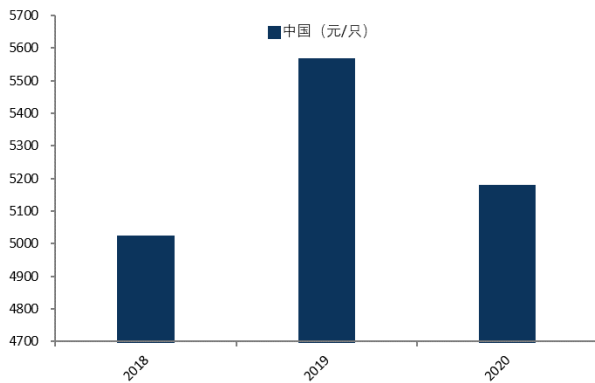
图表 58 猫 VS 狗相关商品销售额增速



资料来源: 京东大数据, 转引自艾瑞咨询, 华创证券

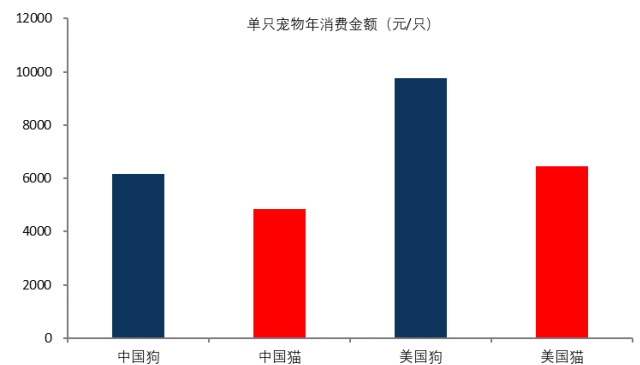
养宠人群年轻化, 单只宠物消费额上限打开。根据艾瑞咨询数据显示, 养宠人群以 35 岁以下生活在高线城市的高学历高收入年轻人为主。不同于传统的城乡宠物主, 这些新一代城市年轻主人更注重精细化、科学化、健康化养宠, 倾向于购买天然的宠物食品, 定期带宠物去医院检查, 同时更乐于接受形态各异的宠物服务 (摄影、美容等)。根据《中国宠物行业白皮书》, 2020 年我国城镇单只宠物年消费额 5172 元/只, 而美国单只宠物猫为 6256 元/只。中国宠物猫年消费金额较美国还有 30% 左右的差距, 宠物狗年消费金额还有 50% 左右的差距。综合来说, 在“三高”宠物主更多的可支配收入、更强的消费意愿、更高级细化的购买需求驱动下, 可突破传统宠物消费金额上限, 预计未来五年将有 10-15% 左右增速。

图表 59 中国单只宠物 (城镇) 消费额



资料来源: 狗民网《2020 年中国宠物行业白皮书》, 华创证券

图表 60 中美单只宠物消费额存在差距



资料来源: 狗民网《2020 年中国宠物行业白皮书》, APPA, 华创证券

预计到 2025 年宠物市场规模增长至 4000 亿元左右。已知宠物市场规模=养宠家庭户均宠物拥有用量×有宠家庭数×单只宠物年消费额。根据这一测算逻辑, 我们估算出了未来 5 年宠物市场规模。结果显示, 到 2025 年我国宠物市场规模将增至 3985 亿元, 五年复合增长率为 13.6%。

图表 61 中国宠物市场规模测算

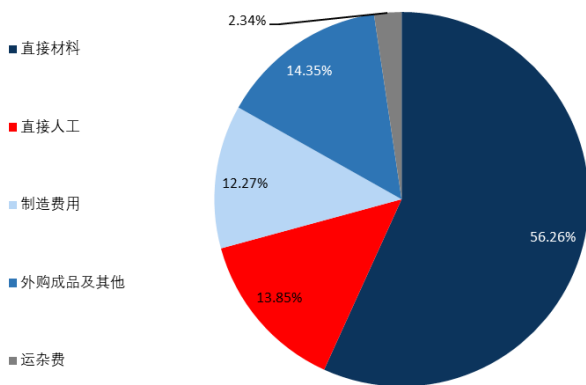
	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总人口数 (百万人)	1400	1404	1408	1413	1418	1424
城镇化率	63.9%	64.5%	65.7%	66.9%	68.1%	68.3%
城镇人口数 (百万人)	894	906	925	945	966	973
户均人口数 (人/户)	2.91	2.90	2.89	2.88	2.87	2.86
家庭数量 (百万户)	307	312	320	328	337	340
有宠家庭占比	13.0%	13.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%
有宠家庭数 (百万户)	40	42	45	48	50	53
户均宠物数量 (只/户)	1.02	1.10	1.18	1.20	1.24	1.26
城镇宠物 (猫狗) 总数 (百万只)	40.76	46.38	52.89	57.10	62.60	66.41
单只宠物年消费额 (元/只)	5172	5250	5340	5450	5500	6000
城镇宠物 (猫狗) 市场规模 (亿元)	2108	2435	2825	3112	3443	3985
同比增速		15.51%	16.00%	10.17%	10.64%	15.74%

资料来源: 国家统计局, 狗民网《2020 年中国宠物行业白皮书》, Euromonitor, 华创证券

## 2、供给端: 竞争格局分散, 国产替代潮起

成本端受鸡肉价格影响较大。参考中宠股份, 宠物食品的制造成本中, 原材料占比在 70% 左右 (直接材料+外购成品及其他), 人工成本占比 14%。鸡肉是最主要的原材料。2019 年受非洲猪瘟的影响, 部分猪肉需求转向鸡肉, 导致其批发价直线上涨, 下游宠物食品企业的成本翻倍甚至更高, 中宠股价一度跌破发行价, 2020 年以来价格已逐步回落。目前, 宠物食品公司往往会提前与供应商锁定采购价格或逢低囤货, 以此对冲上游鸡肉价格波动风险, 熨平毛利率变动。

图表 62 中宠股份成本结构



资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 63 白条鸡批发价与中宠股价对比



资料来源: Wind, 华创证券

以 OEM/ODM 为主, 自建生产线周期长。宠粮生产有两种模式, 自有品牌生产 (OBM) 和代工生产 (OEM/ODM)。一般而言, 宠粮生产企业需要有 3-5 年的经验积累才会在生产端形成稳定性, 在效率上取得优势。我们认为早期我国宠物食品安全监管空白, 诱食剂超标事件频发, 消费者对国产宠粮信任缺失。同时, 宠粮企业落后的研发能力无法满足高蛋白含量的要求。在供需双重不利因素叠加下, 我国宠物生产企业多给国外品牌代工, 例如烟台中宠 (2020 年营收 22.32 亿元, yoy+30%), 佩蒂股份 (2020 年营收 13.40

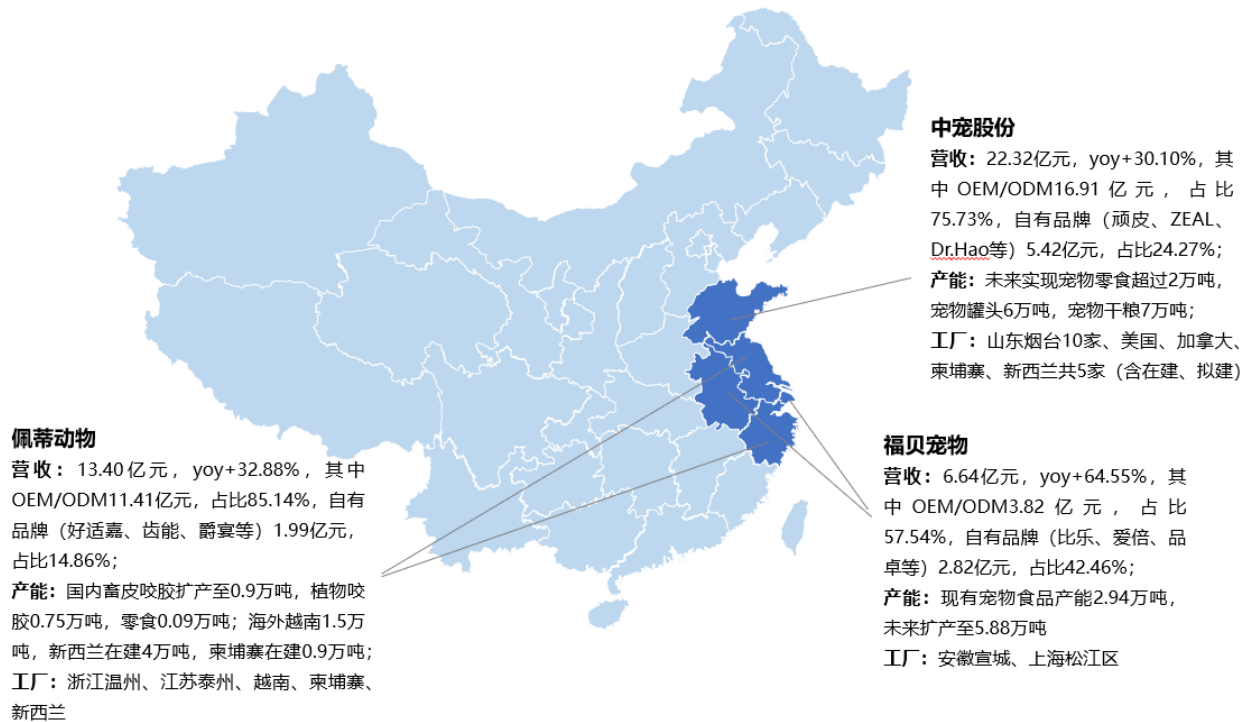
亿元, yoy+33%)、福贝宠物(2020年营收6.64亿元, yoy+64%), 大多设立于东南沿海, 山东作为畜牧生产大省, 是国内宠粮代工主要生产基地。即使到现在, 大部分国有宠粮品牌仍以OEM/ODM为主, 仅少数有资金实力和经验沉淀的会自建生产线, 例如麦富迪、比瑞吉等。

**图表 64 宠粮产品生产模式**

生产模式	品牌	产品	产地	生产工厂
OBM	皇家	幼猫猫粮 K36	上海	皇誉宠物食品有限公司
		离乳期幼猫慕斯奶糕罐头	奥地利	皇誉宠物食品有限公司
	伟嘉	全价成猫猫粮	北京	玛氏食品有限公司
	冠能	成猫全价猫粮	天津	天津雀巢有限公司
	蓝爵	超能活力配方五谷鸡肉幼猫粮	美国	Blue Buffalo
	渴望	六种鱼猫粮幼猫成猫无谷全猫粮	加拿大	CHAMPION PETFOODS L.P.
	麦富迪	鱼油成猫粮	山东	乖宝宠物食品集团有限责任公司
	比瑞吉	室内全价成猫粮	上海	上海比瑞吉宠物用品有限公司
	顽皮	犬用软鸡肉丝	山东烟台	烟台中宠食品股份有限公司
OEM/ODM	疯狂的小狗	肉松牛肉粒	山东泰安	泰安市非凡宠物用品有限公司
		牛油果美毛贵宾狗粮	上海	上海比瑞吉宠物用品股份有限公司
		生骨肉冻干	天津	天津翔太水族制品有限公司
	伯纳天纯	舒纯鸭肉狗粮	安徽广德	广德优维坊宠物食品有限公司
	阿飞和巴弟	无谷猫粮冻干生骨肉成猫粮	山东临沂	山东汉欧生物科技有限公司
	网易严选	全价幼猫粮	安徽宣城	宣城市福贝宠物食品有限公司
	喔喔	冻干三鲜猫粮	广东佛山	佛山市雷米高动物营养保健科技有限公司
	里兜	猫咪主食罐头	山东潍坊	潍坊平和园宠物食品有限公司
	卫仕	全年龄段无谷猫粮	安徽宣城	宣城市福贝宠物食品有限公司

资料来源: 天猫, 华创证券

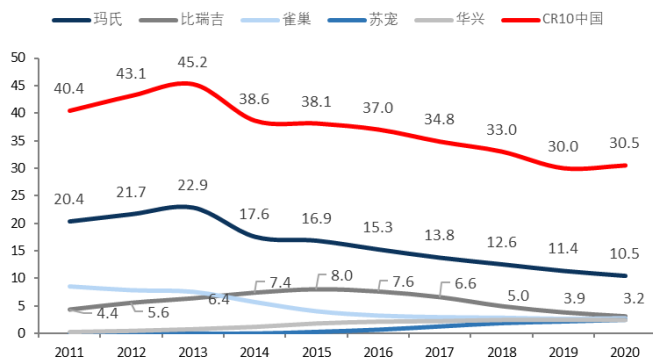
图表 65 2020 年我国主要宠物食品上市公司及生产基地



资料来源：相关公司公告，公司官网，华创证券

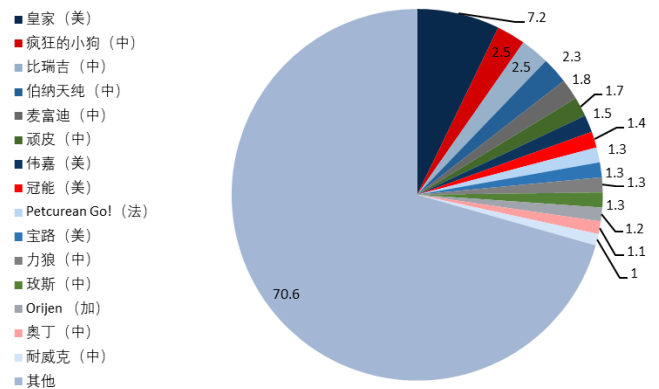
中国宠物食品竞争格局分散，国产化正当时。目前国牌迭起，份额不断被瓜分，宠物食品市场 CR10 仅为 30.5%，和成熟市场美国（76.9%）和日本（77.1%）相比，分散程度高。美国食品巨头玛氏占据 10.5%的份额，旗下品牌有皇家、伟嘉和宝路等。国产品牌疯狂的小狗、比瑞吉、伯纳天纯、麦富迪等分别占据 1%-2.5%不等份额。以日本为镜，过去十年内 CR10 提高了 10pct，主要是尤妮佳（+2.7pct）、稻叶（+8.1pct）等本土龙头品牌市占率大幅度提升。我们认为短期内，市场爆发+资本入局使我国宠粮市场有进一步分散化的可能，海外龙头继续占优。但长期而言，优质国产品在激烈竞争中形成差异化优势，优胜劣汰下可成功突围并实现集中度提升，单品牌市占率对标日本或可提升至 10%左右。

图表 66 中国宠粮公司市占率（单位：%）



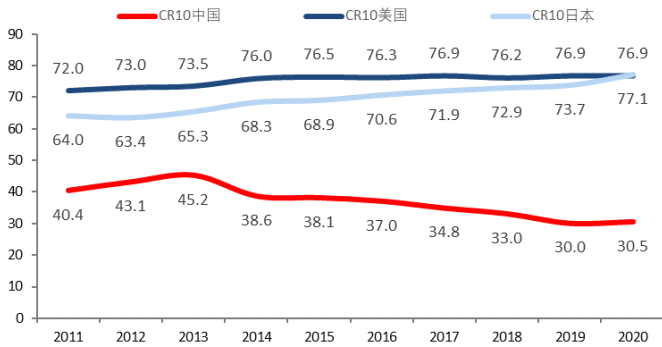
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 67 2020 年中国宠粮品牌市占率（单位：%）



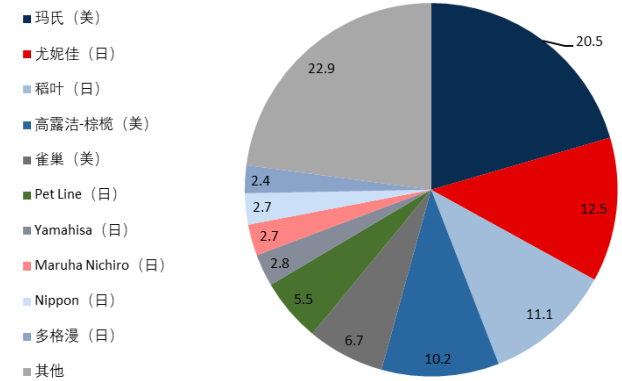
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 68 中美日集中度变化对比 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

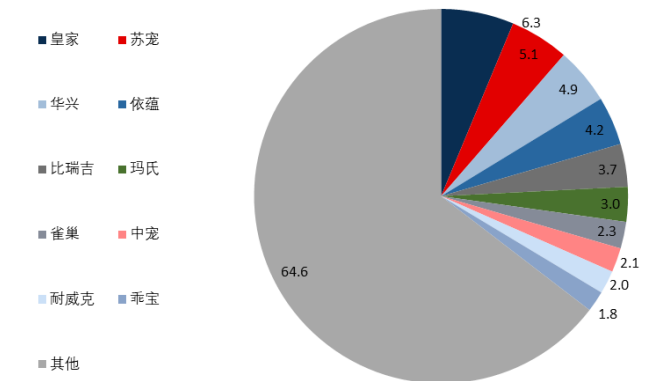
图表 69 日本宠物食品主要公司市占率 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

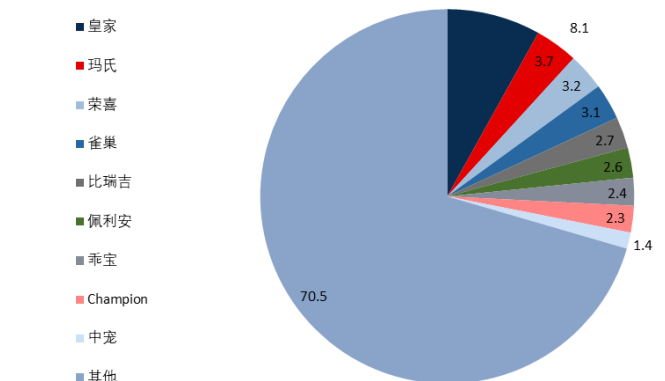
狗粮市场国产品牌较为强势,但猫粮市场仍以海外为主。前十大公司占据狗粮市场 35.4% 的份额,其中 7 家都是国内企业,合计市场份额 24%。但猫粮市场中,份额排名前十的公司一半为国内企业,然而合计市占率仅一成,绝大部分市场仍被海外公司占有。我们认为,主要原因在于,猫以肉食为主,国产猫粮在原材料端并没有成本优势,而国牌定价以性价比为主,高成本和低售价下留出的盈利空间减少;加上猫粮对粮食的蛋白质含量和适口性较狗而言有更高的要求,而国内企业的研发水平仍有待提高,因此国外品牌以其技术优势、品牌知名度以及高毛利带来的渠道与营销拓展空间抢获市场先机,成为大多数狗狗的“第一口粮”。

图表 70 中国狗粮市场竞争格局 (单位: %)



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 71 中国猫粮市场竞争格局 (单位: %)

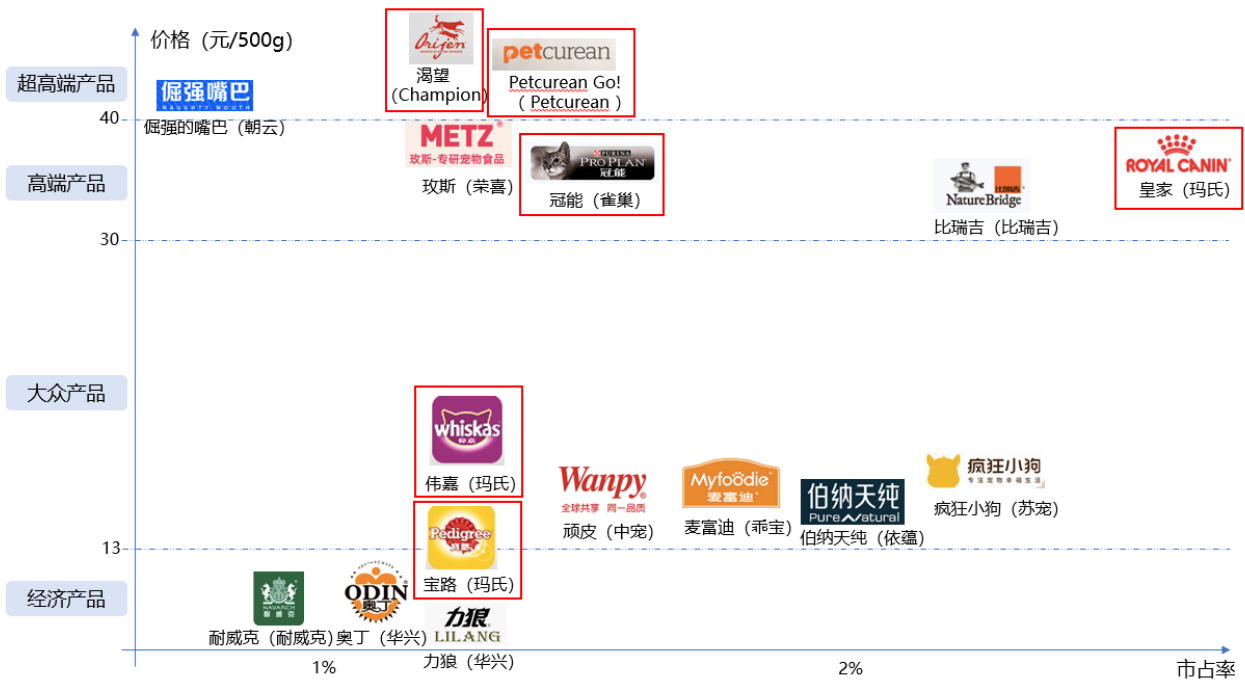


资料来源: Euromonitor, 华创证券

价格端,海外品牌占据了我国宠物食品高端及以上市场。以主粮市场为例,定义 13 元/500g 以下为经济产品,13-30 元/500g 为大众产品,30-40 元/500g 为高端产品,40 元/500g 以上为超高端产品。大部分国产品牌都定价在 13-30 元/500g 这一区间。而高端和超高端市场基本由海外品牌皇家、渴望等占领,近些年开始出现国产品牌面孔,如倔强的嘴巴、玫斯等。此外,玛氏在各个价格带都布局了不同的品牌和产品,全面覆盖了各层级消费需求,以此提高市场竞争力。我们认为,国牌定价低的原因在于大部分公司重点布局电商平台,线上基因决定只能售卖高性价比产品,才可能在同质化竞争中获得销量。而海外品牌通过商超和宠物店渠道进入市场早,安全健康的品牌形象已深入人心,宠物主愿意为高品质买单。



图表 72 我国宠物食竞争格局

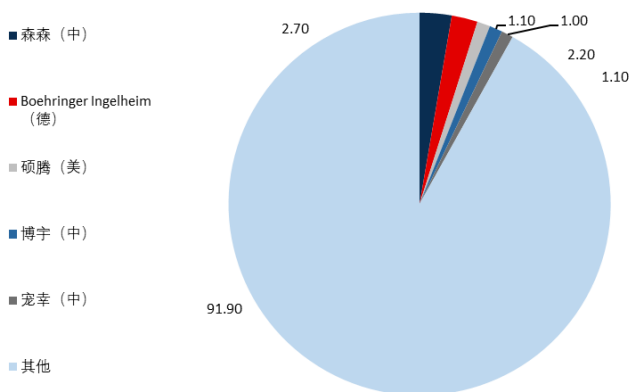


资料来源：天猫官方旗舰店，华创证券

注：用红色框线圈出的为海外品牌

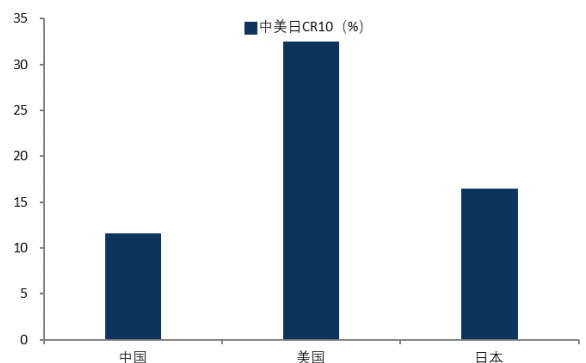
宠物用品市场集中度极低，品牌对购买决策影响力低。我国宠物用品市场高度分散，CR10 为 11.3%。市占率排名第一的森森集团仅拥有 2.7% 的份额，其产品以智能鱼缸及配套设备为主。同样，成熟的美国 CR10 也只有 32%，日本为 16.2%，均未形成规模较大的领军品牌。市场上充斥着大量同质化产品，品牌在宠物主的购买决策中影响甚微。我们认为，当前人们对宠物用品的要求在逐步从满足最基本的生活需要向高效、便捷、智能转变，宠物用品企业可抓住这一需求变革机遇，投入研发生产，辅以品牌运营，未来有望做大做强。

图表 73 宠物用品市场竞争格局 (单位: %)



资料来源：Euromonitor，华创证券

图表 74 中美日宠物用品集中度对比



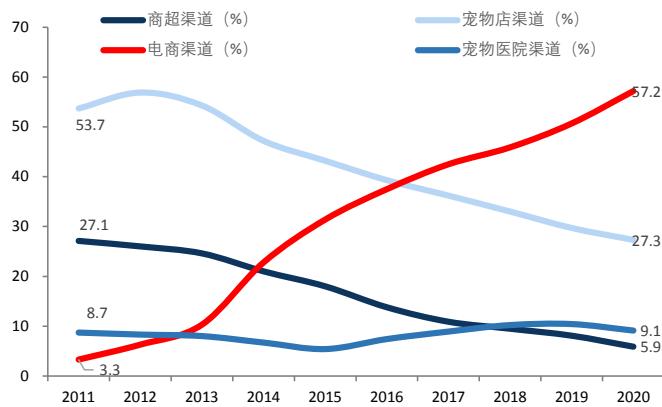
资料来源：Euromonitor，华创证券

### 3、渠道：宠物市场需全渠道营销，线上渗透率较高

销售渠道线上化强势，但宠物洗护仍相对依赖线下。早期玛氏等海外宠物企业具备较多

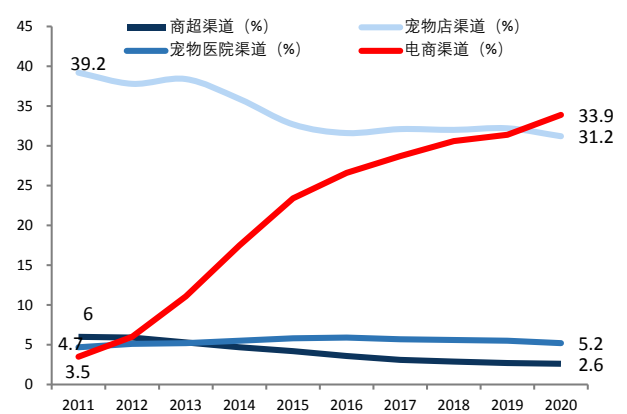
的商超和宠物店资源，通过传统线下零售渠道进入中国市场。但随着电商的高速发展，线上已成为中国宠物行业占比最高、增长最快的销售渠道。目前，宠物食品市场中电商渠道占比近六成（VS用品超三成），线下宠物店渠道近三成，宠物医院和商超渠道合计超一成。我们认为，受制于商超渠道下被分配的货架少，宠物产品展示空间有限，可呈现 SKU 不多等因素，未来商超渠道占比会进一步被线上和宠物店渠道挤压。细分行业，宠物食品线上渗透率已接近天花板，宠物用品存在较大的可提升空间。

图表 75 中国宠物食品渠道占比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

图表 76 中国宠物用品渠道占比



资料来源: Euromonitor, 华创证券

宠粮自带“圈层属性”，适合私域；公域获客，PUGC 内容则是关键。头部 DTC 宠物品牌逐渐形成相对成熟的线上打法，开设官方旗舰店、投放传媒广告、合作小红书 KOL 进行推广外，大多数海内外品牌商还积极进行店铺自播，通过运营私域流量直接触达消费者，提前感知需求变化，高效进行生产销售，从而提高产品复购和用户粘性。以朝云集团旗下三大宠物品牌为例，倔强的尾巴定位宠物洗护，在关注公众号后，就推出倔强的嘴巴宠物试吃礼包，形成品牌用户导流，更利于粉丝尝试购买新 SKU。

图表 77 宠物品牌在各平台自播情况

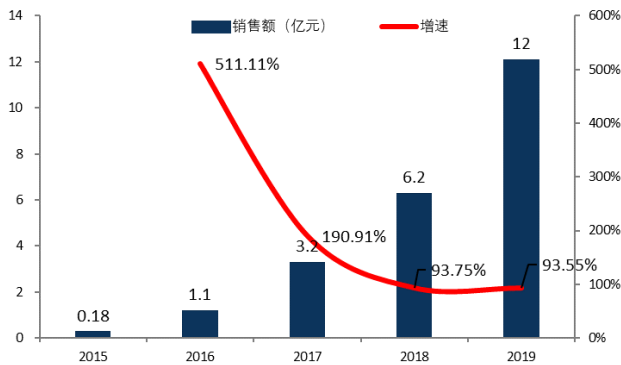
规模	品牌	淘宝直播 (618 期间情况)	京东直播	拼多多直播	抖音直播
第一梯队 (淘宝旗舰店粉丝 > 100 万)	麦富迪	共直播 12 场 (总裁、代言人尹浩宇)，开播不固定	1 次/天，9: 30 开播	-	6 次/周，10-17 时
	疯狂小狗	1-2 次/天，10-15 时，16-22 时	-	1 次/月，开播不固定	-
第二梯队 (淘宝旗舰店粉丝 > 50 万)	玛氏	共直播 23 场 (总裁)，18-24 时	-	-	-
	比瑞吉	1 次/天，18-22 时	-	1 次/天，开播不固定	6 次/周，11-14 时
	冠能	2 次/天，11-15 时，19-23 时	-	-	-
第三梯队 (淘宝旗舰店粉丝 > 30 万)	顽皮	1 次/天，开播不固定	-	-	6 次/周，15-21 时
第四梯队 (淘宝旗舰店粉丝 > 10 万)	伯纳天纯	1 次/天，开播不固定	1 次/天，16 时开播	-	-
	倔强的尾巴	1 次/天，19-24 时	-	1-2 次/天，开播不固定	-

资料来源: 天猫, 京东, 拼多多, 抖音 APP, 华创证券

注: 618 期间指 5 月 24 日-6 月 20 日; 各品牌均未开通快手直播

新品牌借力线上“打天下”。对于规模小、资金预算少的新品牌而言，主攻线上渠道成为快速获取销售量，抢占市场份额的最有效做法。疯狂小狗创立之初就纯做线上渠道，切入淘宝、京东等电商平台，通过公众号、小红书、KOL合作、IP合作、聘请代言人等营销方式，直接对面终端消费者，主打高性价比产品，实现新产品的快速放量，两年内销售额破亿，2015-2019年复合增速186%。综合来看，重点布局线上的打法适合新品牌短时间内快速起量、提高产品知名度，但能否长远发展核心在于产品质量的好坏、运营管理能力强弱等因素，这也是各品牌能否做出差异化的关键。

图表 78 疯狂的小狗年销售额增长迅速



资料来源：公司官网，华创证券

图表 79 疯狂小狗线上营销全面



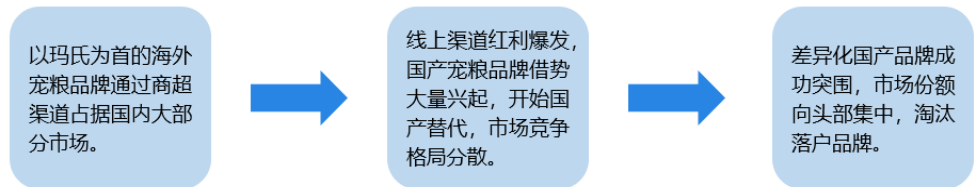
资料来源：天猫、京东、拼多多、抖音、微信APP，华创证券

线下配套宠物店渠道，进行消费者教育，提升品牌力。目前，线上宠物企业利润空间被压缩。而线下宠物店除提供洗护美容等服务外，往往与宠物食品销售强绑定。小佩宠物店主要销售高端及超高端宠粮产品，海外品牌占多数，包括渴望、爱肯拿、巅峰等，国内品牌有汤恩贝（约36元/500g）、食物链（约53元/500g）。品牌可在线下布局高价位产品，通过店员推销，进行消费者教育，培养用户心智，提升品牌形象，增厚利润。

#### 4、什么样的国产品牌可能脱颖而出？

短期内市场仍然分散，长期将走向品牌竞合。2014年以前，我国宠粮市场以海外品牌入驻商超渠为主。伴随网络购物渗透率提升，消费行为从线下向线上转移。大量国产品牌涌现，以电商平台为主要阵地，国产替代兴起，市场格局进一步分散。从长远来看，参考母婴国牌（母婴与宠物均是购买者与消费者分割的行业）与日本宠物市场，在多品牌竞争过程中，市场会不断洗牌，淘汰落后企业，最终优质国产品牌成功“突围”，市场份额再次向头部集中。

图表 80 宠粮市场未来发展路径

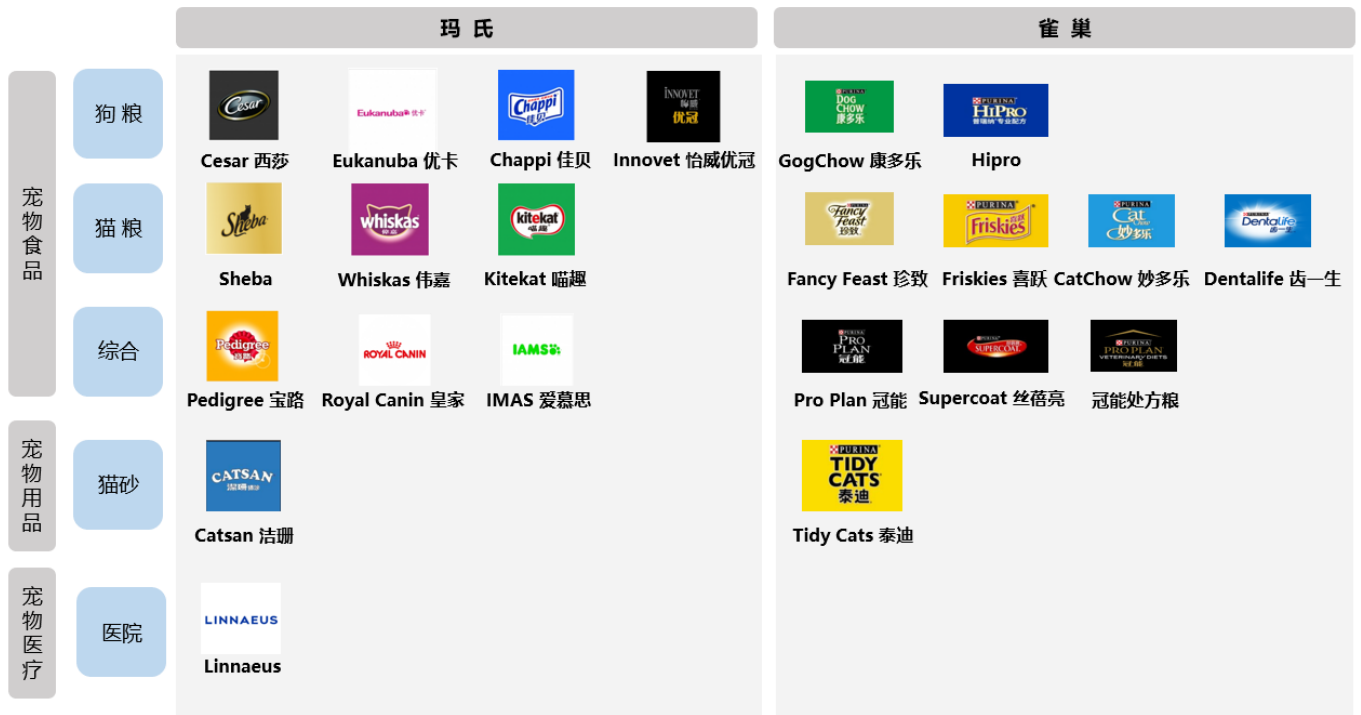


资料来源：华创证券

我们认为，在多品牌、分散化的竞争格局中，差异化的国产品牌将脱颖而出，而核心是企业要在产品品质、研发能力、渠道建设、营销模式和品牌力五个方面下足功夫。对此，我们将详细说明。

- 1) **品质是第一保障。** 由于监管缺失，我国宠物食品行业早期屡屡发生诱食剂超标事件，使得消费者对国产品牌缺乏信任。农业部于 2018 年发布了《宠物饲料管理办法》、《宠物饲料生产企业许可条件》等六大规范性文件，倒逼企业规范生产、严控质量。优良的品质是企业立足于市场的基石，是生存和发展的第一保障。
- 2) **研发水平决定产品价位。** 因技术不达标，我国高端宠粮市场基本被海外产品垄断。投入研发费用，提高创新能力是宠物企业向高端化、差异化转型的关键。从营养价值、使用便捷性、包装颜值等方面出发，通过优选天然原材料，创新产品处理技术，设计高颜值包装，提高企业溢价能力，从而增强产品竞争力。
- 3) **全销售渠道。** 在电商高速发展的当下，国内企业要抓住线上流量红利，大力发展电商销售渠道，实现产品的快速销售。但同时，也要绑定线下宠物店，进行消费者教育，售卖高端价格带产品，从而增厚利润空间。
- 4) **利用“圈层营销”拓新。** 养宠人群通过互联网形成了具有一定社群特征的群类。同一圈层中的人就感兴趣的专属话题互相交流、传播，形成圈层效应，引发模仿和尝试。天猫多次推出《金牌潮宠官》、《潮宠新势界》等活动，集结爱宠养宠人群，开展趣味性线上直播和互动，引导宠物话题讨论，增强消费者间以及和宠物品牌商的交流，调动消费情绪和品牌共鸣感。宠物企业可以利用“圈层营销”塑造品牌形象，拓展新客群，提升品牌知名度。
- 5) **构建品牌矩阵是可持续发展的压舱石。** 目前宠物市场品牌繁杂，产品质量参差不齐。作为国际领先的宠物公司，玛氏和雀巢多年来深耕行业，细化需求，推出多样化多层次品牌和产品，从而覆盖更广泛消费群体。因此，要成为行业龙头需要通过品类扩充、产品创新、渠道拓展等手段完善品牌矩阵，讲好品牌故事，提升客户黏性和品牌忠诚度。

图表 81 玛氏和雀巢宠物品牌矩阵



资料来源：公司官网，华创证券

## 四、盈利预测及估值

### 盈利预测

公司建设品牌矩阵，发力线上渠道，不断夯实和巩固在家居护理行业的领先地位。同时，积极布局个护和宠物赛道，推动收入持续新高。我们预计公司将迎来快速发展期，2021-2023 年营业收入分别为 20.07/23.93/28.42 亿元，同比增长 17.91%/19.25%/18.73%，复合增速 18.99%；实现归母净利润 2.79/3.62/5.07 亿元，同比增长 24.89%/29.42%/40.20%，复合增速 34.70%；对应 EPS 0.21/0.27/0.38 元/股。

1) 家居护理业务：考虑到公司在家居护理行业的龙头地位和竞争优势，我们认为未来该业务营收将保持稳步增长，预计 2021-2023 年实现营业收入 17.22/18.73/20.20 亿元，同比增长 10.32%/8.80%/7.86%。其中，杀虫驱蚊营收 10.81/11.62/12.43 亿元，同比增长 8.5%/7.5%/7%，家居清洁 5.76/6.45/7.10 亿元，同比增长 15%/12%/10%，空气护理 0.65/0.66/0.67 亿元，增长率维持 2%。

2) 个人护理业务：公司 2019 年进入个人护理市场，凭借在家居护理行业的经验沉淀和资源优势，迅速发展，预计 2021-2023 年实现营业收入 1.41/1.76/2.11 亿元，同比增长 30%/25%/20%。

3) 宠物护理业务：2020 年起公司先后创立宠物护理和宠物食品品牌。受益于行业高景气度和公司在宠物赛道的持续投入、研发、生产和营销，未来将成为新利润增长点。预计 2021-2023 年实现营业收入 1.32/3.31/5.95 亿元，同比增长 500%/150%/80%。

**图表 82 公司主要业务收入拆分和对应毛利**

单位: 百万	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1,350.86	1,383.40	1,702.15	2,007.08	2,393.39	2,841.63
YoY	0.32%	2.41%	23.04%	17.91%	19.25%	18.73%
毛利率	37.2%	43.4%	43.6%	44.8%	46.2%	47.6%
<b>家居护理</b>	1,330.72	1,300.24	1,560.53	1721.62	1873.11	2020.29
YoY	0.21%	-2.29%	20.02%	10.32%	8.80%	7.86%
毛利率	37.2%	43.5%	44.4%	45.4%	46.3%	47.2%
-杀虫驱蚊	936.38	875.95	996.01	1080.67	1161.72	1243.04
YoY	1.74%	-6.45%	13.71%	8.5%	7.5%	7.0%
毛利率	33.3%	40.9%	39.2%	40.0%	40.5%	41.0%
-家居清洁	330.85	362.20	501.07	576.23	645.38	709.91
YoY	0.20%	9.48%	38.34%	15%	12%	10%
毛利率	45.6%	48.0%	53.2%	53.5%	54.0%	54.5%
-空气护理	63.50	62.10	63.45	64.72	66.01	67.33
YoY	-17.91%	-2.21%	2.18%	2%	2%	2%
毛利率	49.8%	54.1%	56.0%	56.2%	56.5%	57.0%
<b>个人护理</b>		71.50	108.43	140.96	176.19	211.43
YoY			51.66%	30%	25%	20%
毛利率		42.8%	33.9%	35.0%	38.0%	41.0%
<b>宠物护理</b>	0.87	1.74	22.04	132.23	330.59	595.05
YoY	148.57%	100.34%	1164.43%	500%	150%	80%
毛利率	56.3%	63.3%	54.5%	55.0%	56.5%	58.0%
<b>其他</b>	19.26	9.92	11.16	12.28	13.50	14.86
YoY	5.40%	-48.50%	12.51%	10%	10%	10%
毛利率	39.9%	30.3%	14.3%	28.2%	24.3%	22.2%

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 华创证券

### 估值

考虑到公司新旧业务的成长性, 我们用分部估值法。家居护理和个人护理业务采用 PE 估值, 宠物护理采用 PS 估值。预计 2021 年家居护理板块实现净利润 2.24 亿元, 参考行业内可比公司, 给予 25 倍 PE, 对应市值 67 亿港元; 个人护理板块实现净利润 0.28 亿元, 给予 45 倍 PE, 对应市值 15 亿港元; 宠物业务参考海内外企业中宠、佩蒂和 Freshpet, 其 PS 估值区间在 5-19 倍, 平稳运营的宠物公司估值中枢在 5 倍左右, 新晋宠物公司估值在 10X 以上。考虑到公司年中才切入宠粮赛道, 仅有近 6 个月营收; 公司在宠物洗护生产和研发上的经验积累, 以及高端宠粮的差异化定位, 预计未来将快速成长, 综合以上因素, 我们对 21 年宠物业务给予 10 倍 PS, 对应市值 16 亿港元。综上, 公司目标市值 98 亿港元, 对应目标价 7.39 港币, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

图表 83 可比公司估值

公司名称	证券代码	市值	归母净利润			PE		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
日化行业 (国外)								
宝洁 (亿美元)	PG.N	3414.80	130.27	142	143.77	23.86	24.33	23.07
联合利华 (亿美元)	ULVR.L	1491.78	63.72	70.4	74.63	23.95	20.61	19.18
平均						23.91	22.47	21.13
日化行业 (国内)								
上海家化 (亿元)	600315.SH	341.18	4.3	5.14	7.85	54.73	70.96	46.5
蓝月亮 (亿元)	6993.HK	352.48	13.09	18.22	23.34	66.98	28.98	22.62
拉芳家化 (亿元)	603630.SH	41.07	1.17	1.43	1.82	31.32	33.76	26.53
平均						51.01	44.57	31.88
公司名称	证券代码	市值	归母净利润			PS		
			2020A	2021E	2022E	2018A	2019A	2020A
宠物行业								
中宠股份 (亿元)	002891.SZ	97.88	1.35	1.9	2.53	2.55	2.89	5.31
佩蒂股份 (亿元)	300673.SZ	50.25	1.15	1.73	2.33	6.30	4.26	4.15
Freshpet (亿美元)	FRPT.O	63.60	3.19	-	-	6.27	9.81	19.23
平均						5.04	5.64	9.56

资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券

注: 国内公司数据截至 2021.07.30; 海外公司数据截至 2021.07.29

## 五、风险提示

原材料价格大幅波动, 线上渠道推广不及预期, 同质化产品竞争加剧等。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	885	1,258	1,827	2,336
应收款项合计	142	185	207	255
存货	360	524	566	633
其他流动资产	11	10	14	18
流动资产合计	1,398	1,977	2,614	3,242
固定资产净额	153	168	187	201
权益性投资	0	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0
商誉及无形资产	15	14	15	16
土地使用权	0	0	0	0
其他非流动资产	42	35	39	38
非流动资产合计	210	217	241	255
<b>资产总计</b>	<b>1,608</b>	<b>2,194</b>	<b>2,855</b>	<b>3,497</b>
应付账款及票据	221	294	306	361
短期借贷及长期借	300	300	300	300
贷当期到期部分				
其他流动负债	831	1,061	1,344	1,414
流动负债合计	1,352	1,655	1,950	2,075
长期借贷	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	5	6
非流动负债合计	5	5	5	6
<b>负债总计</b>	<b>1,357</b>	<b>1,660</b>	<b>1,955</b>	<b>2,081</b>
归属母公司所有者	248	520	874	1,374
权益				
少数股东权益	3	14	26	42
<b>股东权益总计</b>	<b>251</b>	<b>534</b>	<b>900</b>	<b>1,416</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>1,608</b>	<b>2,194</b>	<b>2,855</b>	<b>3,497</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>383</b>	<b>405</b>	<b>599</b>	<b>520</b>
净利润	224	272	354	500
折旧和摊销	15	17	17	19
营运资本变动	138	112	220	-10
其他非现金调整	7	4	8	11
<b>投资活动现金流</b>	<b>-19</b>	<b>-28</b>	<b>-42</b>	<b>-36</b>
资本支出	-1	-36	-38	-36
长期投资减少	0	0	0	0
少数股东权益增加	-7	0	0	0
其他长期资产的减少/(增加)	-11	8	-4	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>10</b>	<b>-4</b>	<b>12</b>	<b>25</b>
借款增加	300	0	0	0
股利分配	-44	-59	0	0
普通股增加	-29	0	0	0
其他融资活动产生的现金流量净额	-218	55	12	25

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>1,704</b>	<b>2,009</b>	<b>2,396</b>	<b>2,844</b>
主营业务收入	1,702	2,007	2,393	2,842
其他营业收入	2	2	2	3
<b>营业总支出</b>	<b>1,418</b>	<b>1,668</b>	<b>1,951</b>	<b>2,212</b>
营业成本	960	1,105	1,280	1,472
营业开支	458	563	671	740
营业利润	286	341	444	632
净利息支出	-2	-6	-5	-3
权益性投资损益	0	0	0	0
其他非经营性损益	1	0	0	0
<b>非经常项目前利润</b>	<b>288</b>	<b>347</b>	<b>450</b>	<b>636</b>
非经常项目损益	5	9	12	13
<b>除税前利润</b>	<b>293</b>	<b>356</b>	<b>462</b>	<b>649</b>
所得税	60	73	95	134
少数股东损益	9	11	13	15
<b>持续经营净利润</b>	<b>223</b>	<b>272</b>	<b>354</b>	<b>500</b>
非持续经营净利润	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>224</b>	<b>272</b>	<b>354</b>	<b>500</b>
优先股利及其他调整项	0	0	0	0
<b>归属普通股股东净利润</b>	<b>224</b>	<b>272</b>	<b>354</b>	<b>500</b>
EPS (摊薄)	0.22	0.20	0.27	0.38

**主要财务比率**

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	23.0%	17.9%	19.2%	18.7%
归属普通股股东净利润增长率	20.9%	21.5%	30.2%	41.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	43.6%	45.0%	46.5%	48.2%
净利率	13.1%	13.5%	14.8%	17.6%
ROE	171.5%	70.9%	50.8%	44.5%
ROA	15.8%	14.3%	14.0%	15.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	84.4%	75.7%	68.5%	59.5%
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.6
速动比率	0.8	0.9	1.1	1.3
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.22	0.20	0.27	0.38
每股经营现金流	0.29	0.30	0.45	0.39
每股净资产	0.25	0.39	0.66	1.03
<b>估值比率</b>				
P/E	21.9	24.1	18.5	13.1
P/B	19.8	12.6	7.5	4.8



## 商社组团队介绍

### 组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

### 高级分析师：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

### 助理研究员：姚婧

南京财经大学经济学硕士。2020年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：尚静雅

意大利博科尼大学管理学硕士。2021年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：吴晓婵

上海财经大学会计学硕士。2021年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

“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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522