

一站式家居+个人护理平台， 宠物业务高增打造第二曲线

公司系中国领先的一站式多品类家居护理及个人护理平台：

朝云集团前身是立白集团旗下的超威事业部，目前主要包含三个板块业务：家居护理产品、个人护理产品及宠物护理产品。

收入、利润整体稳健增长，预计 21 年业绩受消费大环境影响有所拖累，2022 年有望复苏。2017-2020 年公司营收从 13.46 亿元增至 17.02 亿元，CAGR 为 8.14%；净利润从 1.7 亿元增至 2.33 亿元，CAGR 为 11.04%。2021H1 公司实现净利润 1.19 亿元，同比 -34.3%，主要受消费行业景气度不佳拖累，以及公司线上线下渠道建设投入增加影响。预计 2022 年公司业绩有望进入复苏期。

家居护理优势领先，个人护理持续成长。公司在家居护理行业份额领先，多个细分赛道优势明显。根据灼识咨询数据，2019 年公司在中国家居护理行业市占率排名第四（市场份额 6.3%），其中多个细分赛道公司表现优异：在杀虫驱蚊市场中市占率第一（市场份额 22.8%），在家居清洁市场市占率排名第二。**公司未来将立足杀虫类优势，打造多品类、多品牌矩阵，推动家居清洁、空气护理、个人护理等品类市占率提升。**渠道端，公司一方面加速传统线下经销网点的稳健拓展，一方面加码线上渠道布局，积极拥抱社区团购、直播电商等新渠道。

战略布局宠物蓝海市场，新品牌+新渠道占领“养宠一族”心智。中国宠物护理产品市场的零售额从 2015 年的 31 亿元增长至 2021 年的 96 亿元，CAGR 为 20.72%，预计 2024 年将增长至 156.20 亿元。年轻一代养宠消费群体占比提升驱动宠物相关产业逐渐走向成熟。同时伴随国产品牌在产品、研发、营销等方面能力持续提升，国产品牌市占率有望持续提升。

公司 2017 年开始进军宠物护理领域，拥有“倔强的尾巴”和“德是”两大宠物护理品牌。2021 年公司创新推出首款专利除臭植物猫砂。2021 年 4 月公司进军**宠物主粮**，创立品牌“倔强的嘴巴”，打造主粮爆品矩阵，同时持续布局宠物主粮供应链以及自建工厂，从生产端形成壁垒能力。公司宠物用品类营收从 2019 年的 174 万元，增长至 2020 年的 0.22 亿元。2021H1 公司加大投入，收入同比增长 350.5%至 0.26 亿元，毛利率增长 7.5pct 至 62.7%，保持快速发展势头。未来伴随公司线上线下渠道的持续拓展、新品研发迭代、供应链能力提升，预计公司宠物板块将维持快速增长，值得期待。

投资建议：预计公司 2021-2023 年股东应占溢利 1.1、2.1、2.4 亿元，对应 PE 分别为 25、14、12 倍，维持“增持”评级。

风险因素：行业竞争加剧；居民消费倾向下降；新品类拓展不及预期；疫情反复

朝云集团 (6601.HK)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

18861811095

SAC 执证编号：S1440521080003

SFC 中央编号：BPC301

王明琦

wangmingqi@csc.com.cn

18817668850

SAC 执证编号：S1440521100007

周博文

zhou Bowen@csc.com.cn

010-86451380

SAC 执证编号：S1440520100001

发布日期：2022 年 01 月 21 日

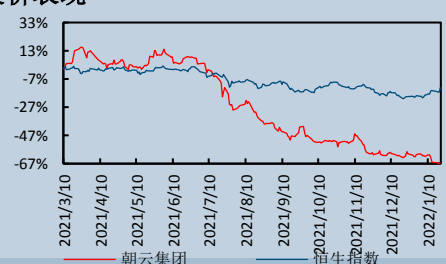
当前股价：2.63 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|-----------------|--------------|--------------|---------------|
| | -12.91/-20.5 | -32.74/-29.5 | -71.24/-55.42 |
| 12 月最高/最低价 (港元) | | | 9.36/2.56 |
| 总股本 (万股) | | | 133,333.35 |
| 流通 H 股 (万股) | | | 133,333.35 |
| 总市值 (亿港元) | | | 35.07 |
| 流通市值 (亿港元) | | | 35.07 |
| 近 3 月日均成交量 (万股) | | | 307.95 |
| 主要股东 | | | |
| 朝云环球有限公司 | | | 74.25% |

股价表现



核心逻辑：

公司系中国领先的一站式多品类家居护理及个人护理平台，2019 年公司在家居护理行业市占率排名第四（市场份额 6.3%），其中多个细分赛道公司表现优异：在杀虫驱蚊市场中市占率第一（市场份额 22.8%），在家居清洁市场市占率排名第二。公司未来将立足杀虫类优势，持续打造多品类、多品牌矩阵。此外公司战略切入宠物高景气赛道，发挥自身在产品供应链渠道等方面优势，借力线上营销快速起量，公司宠物类收入高速增长，未来值得期待。

2021 年公司所在行业整体景气度不佳，同时伴随前期基数较高（防疫相关产品）、线下经销渠道亦受到互联网新渠道冲击明显。2021 年公司在行业弯道期加速线上、线下渠道投入，积极拥抱布局社区团购、直播等新渠道。预计 2022 年伴随行业压力减小和新渠道发力，公司业绩有望实现恢复增长。同时宠物赛道方面，公司与山东帅克达成战略合作，供应链壁垒实力进一步提升，并在渠道端有望加速拓展宠物线上线下渠道，率先在行业内形成强品牌认知与强供应链壁垒。

催化剂：

公司目前线下分销渠道仍占主导，当下互联网对于线下渠道的冲击正边际减弱，互联网企业快速扩张带来的行业内价格战、渠道体系混乱等不利因素正趋于弱化，预计 2022 年起公司线下渠道销售情况有望得到改善。同时公司持续落地“百万分销”的项目，分销网点数预计将维持快速增长。新兴渠道方面，公司将进一步加码直播电商、社团等新渠道布局力度。

品类方面，2022 年公司有望加码个护领域孵化布局力度，现有个护品类（花露水、香皂、洗手液等）进一步挖掘增长点和盈利能力，现有个护品类有望获得超预期发展。同时，快速孵化头发和身体品类。实现公司个护业务的快速发展、夯实公司新增长点。

与普通观点的不同：

市场普遍对 2021 年家居护理、个护行业持悲观态度，但我们认为公司当前股价已基本将这不利因素交易完全。展望 2022 年，公司线下渠道格局改善，有望迎来回暖，直播等新渠道加码布局，同时产品持续快速迭代，宠物赛道将维持较强品牌势能，预计公司业绩 2022 年有望迎来快速增长。

目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 一、朝云集团：一站式多品类家居+个护+宠物护理平台 | 1 |
| （一）股权结构稳定，股权激励绑定核心骨干长期利益 | 2 |
| （二）财务表现整体稳健，21H1 业绩受消费大环境影响有所波动 | 3 |
| 二、家居护理优势领先，个人护理持续成长 | 4 |
| （一）家居护理、个人护理行业规模稳增，消费升级带来持续驱动 | 4 |
| （二）公司在杀虫细分场景优势领先，多品类多品牌持续扩充 | 6 |
| （三）全渠道持续扩张，重点布局线上促进快速增长 | 9 |
| 三、加码布局宠物蓝海市场，新品牌+新渠道占领“养宠一族”心智 | 11 |
| （一）宠物护理行业持续扩容 | 11 |
| （二）战略切入高景气宠物护理赛道，多品牌多品类战略持续推进 | 12 |
| （三）线上平台快速起量，线下渠道加码布局 | 13 |
| 四、盈利预测与投资建议 | 15 |
| 五、风险因素 | 17 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：朝云集团发展历程 | 1 |
| 图表 2：朝云集团业务 | 1 |
| 图表 3：朝云集团股权结构 | 2 |
| 图表 4：团队朝云集团管理层介绍 | 2 |
| 图表 5：朝云集团营业收入（单位：亿元） | 3 |
| 图表 6：朝云集团净利润（单位：亿元） | 3 |
| 图表 7：朝云集团毛利率及净利率情况（单位：%） | 3 |
| 图表 8：朝云集团费用率情况（单位：%） | 4 |
| 图表 9：朝云集团应收款项周转天数（单位：天） | 4 |
| 图表 10：朝云集团应付款项周转天数（单位：天） | 4 |
| 图表 11：朝云集团存货周转天数（单位：天） | 4 |
| 图表 12：2015-2024（估计）中国家居护理市场零售额规模（按产品类别划分）（单位：百万元） | 5 |
| 图表 13：2019 年家居护理产品低线城市渗透率（单位：%） | 5 |
| 图表 14：朝云集团各日化品类市场份额（单位：%） | 6 |
| 图表 15：2015-2024（估计）中国个人护理市场空间预测（按产品类别划分，亿） | 6 |
| 图表 16：旗下家居护理、个人护理品牌介绍 | 7 |
| 图表 17：2017-2021H1 各品类收入占比（单位：%） | 7 |
| 图表 18：朝云集团各品类收入及增速（单位：万元） | 8 |
| 图表 19：朝云集团各品类毛利率（单位：%） | 8 |
| 图表 20：各品类 SKU 数量情况（单位：个） | 8 |

| | |
|---|----|
| 图表 21: 在研产品数量 | 8 |
| 图表 22: 2015-2024E 中国个人护理市场空间预测 (按销售渠道划分) | 9 |
| 图表 23: 2015-2024E 中国家居护理市场零售额规模 (按销售渠道划分) | 9 |
| 图表 24: 2021H1 各渠道收入占比 (单位: %) | 10 |
| 图表 25: 线上市场布局 | 10 |
| 图表 26: 朝云集团各渠道收入及增速 (单位: 万元) | 10 |
| 图表 27: 朝云集团各渠道毛利率 (单位: %) | 10 |
| 图表 28: 2015-2024E 中国宠物护理市场空间预测 (按产品类别划分, 单位: 百万元) | 11 |
| 图表 29: 2014-2019 年市场占有率领先的宠物食品品牌 | 12 |
| 图表 30: 2020 年度用户最喜爱的宠物用品品牌 | 12 |
| 图表 31: 朝云集团宠物品牌 | 13 |
| 图表 32: 朝云集团部分宠物产品 | 13 |
| 图表 33: 宠物护理产业营业收入 (单位: 万元) | 13 |
| 图表 34: 2015-2024 (估计) 中国宠物护理市场空间预测 (按销售渠道划分) | 14 |
| 图表 35: 双 11 倔强尾巴销售成绩 | 14 |
| 图表 36: 朝云集团倔强一站 | 15 |
| 图表 37: 盈利预测摘要 (百万元) | 15 |
| 图表 38: 公司利润表预测 (单位: 百万元) | 16 |
| 图表 39: 资产负债表与现金流量表预测摘要 (单位: 百万元) | 16 |

一、朝云集团：一站式多品类家居+个护+宠物护理平台

公司系立白集团旗下首家上市公司：1994年立白集团创立，逐步成长为中国民族日化领军企业。朝云集团前身是立白集团旗下的超威事业部，主要包含三个分部：家居护理产品、个人护理产品及宠物护理产品，是中国领先的一站式多品类家居护理及个人护理平台。

多品牌多品类全渠道战略稳健经营：

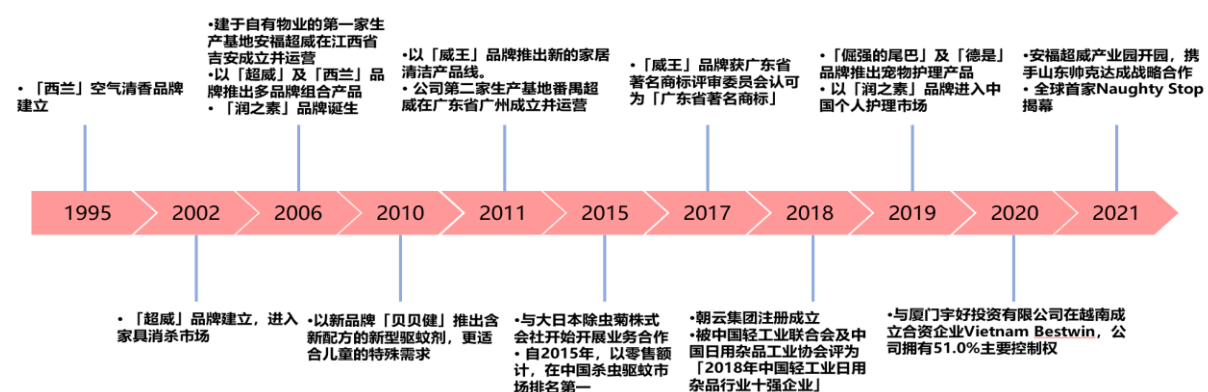
①**多品牌：**公司现有威王、超威、贝贝健、西兰、润之素、倔强的尾巴和德是七个知名品牌；

②**多品类：**涵盖家居护理（家居清洁产品、家用杀虫驱蚊产品、空气护理产品、消毒产品、家庭日用品等）、个人护理（护肤产品、头发和身体护理产品、花露水等）、宠物用品（宠物护理、宠粮）三大品类。

③**全渠道：**公司已建立全渠道销售体系，主要包括 i) 超过 1,200 家分销商构成的线下网络覆盖的约 620,000 个销售点；ii) 通过立白集团面向 48 名大客户（包括全国性及区域性大卖场、超市、百货商店和便利店（覆盖约 11,000 个销售点）的经营者；iii) 线上渠道，包括通过天猫等主要电商平台上的 14 家自营线上商店，及线上第三方分销商网络进行销售。

根据灼识咨询数据，以零售额计，2019 年朝云集团在中国家居护理行业的所有公司中排名第四，在杀虫驱蚊市场中排名第一，在家居清洁市场中排名第二，在空气护理市场中排名第二，在花露水市场中排名第三。

图表1：朝云集团发展历程



资料来源：招股书，中信建投

图表2：朝云集团业务

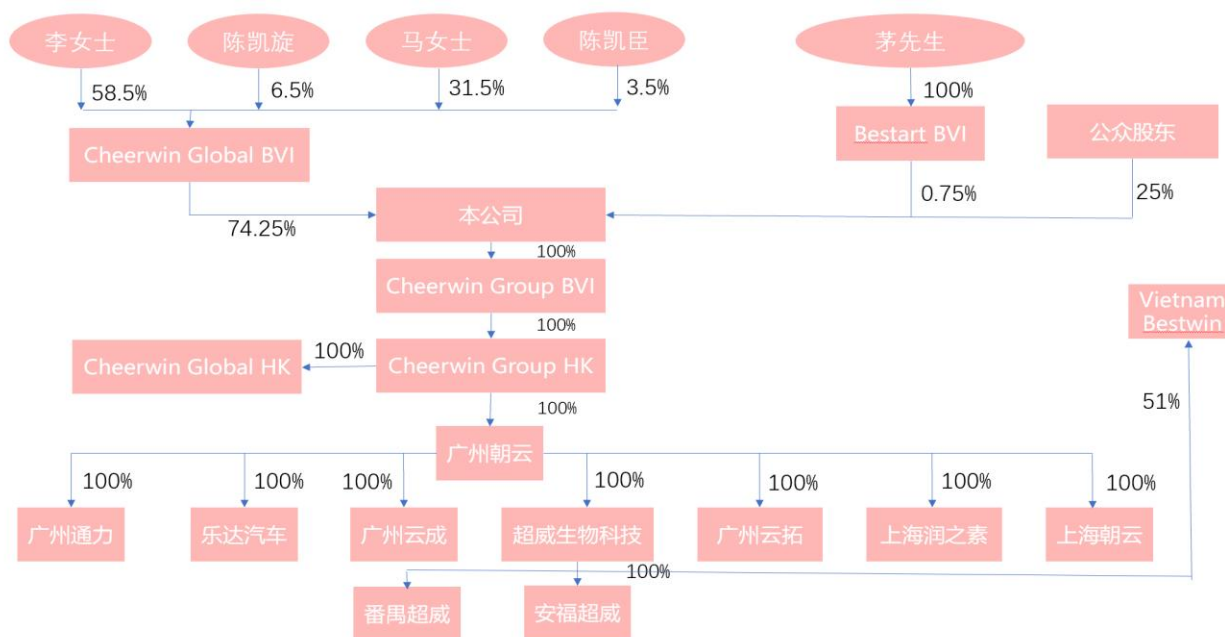


资料来源：招股书，中信建投

（一）股权结构稳定，股权激励绑定核心骨干长期利益

公司实控人为立白集团创始人——陈凯旋、陈凯臣及二人配偶。截至 2021 年 3 月，其通过 Cheerwin Global BVI 合计持有公司 74.25% 股权，通过 IPO 向公众发行 25% 的股份，公司股权结构稳定。

图表3：朝云集团股权结构



资料来源：招股书中信建投

公司管理层多在立白集团任职多年，专业知识完善，行业经验丰富。董事长陈丹霞毕业于悉尼大学，曾在朝云集团旗下附属公司、立白、凯晟、新高姿担任董事、高管，有着丰富的行业背景和运营经验。

图表4：团队朝云集团管理层介绍

| 姓名 | 职位 | 年龄 | 简介 |
|-----|-----------------|----|--|
| 陈丹霞 | 董事长、首席执行官兼执行董事 | 41 | 14 年消费品行业经验，毕业于悉尼大学。2008 年起担任上海新高姿总经理，2014 年 1 月起担任上海新高姿董事长，2018 年起任朝云集团董事长。 |
| 谢如松 | 执行董事兼副总裁 | 54 | 30 年快消行业经验，毕业于复旦大学。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 年加入朝云集团。 |
| 钟胥易 | 执行董事，首席财务官 | 40 | 17 年消费品行业经验，毕业于中山大学。2003 年加入立白集团，2010 年起负责超威事业部的财务管理，2018 年正式调任至朝云集团。 |
| 王冬 | 首席运营官兼品牌管理中心总经理 | 42 | 18 年消费品行业经验，毕业于武汉轻工大学。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 年正式调任至朝云集团。 |
| 高吉祥 | 营销管理中心总经理 | 34 | 13 年消费品行业经验，毕业于四川大学。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。 |
| 杨钰 | 经营管理中心总经理 | 37 | 14 年消费品行业经验，毕业于湖南工商大学。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。 |
| 丁嘉佳 | 电子商务运营中心总经理 | 35 | 毕业于浙江工商大学。2010 起在阿里巴巴担任行业专家，2019 年加入朝云集团。 |
| 石训勤 | 投融资总经理 | 47 | 毕业于中山大学。2004 年起任职于立白集团，自 2006 年起负责超威事业部企业投融资事务，于 2020 年正式调任至朝云集团。 |
| 梁洪文 | 宠物事业部总经理 | 44 | 21 年消费品行业及宠物行业经验，毕业于北京工程管理学院。2014-2019 年担任中宠股份有限公司的副总经理。 |

资料来源：公司招股书，中信建投

股权激励绑定核心骨干长期利益，董事长多次增持彰显信心。2021年7月23日，公司举行股东特别大会批准采纳购股权计划，向首席运营官兼联席公司秘书王冬、执行董事兼副总裁谢如松、执行董事兼首席财务官钟胥易登提呈授出购股权，助力公司建立完善的长效激励约束机制，调动公司员工的积极性，同时吸引更多优秀人才加入。2021年11月，公司董事会主席陈丹霞两度增加持股量，对公司未来充满信心。

（二）财务表现整体稳健，21H1 业绩受消费大环境影响有所波动

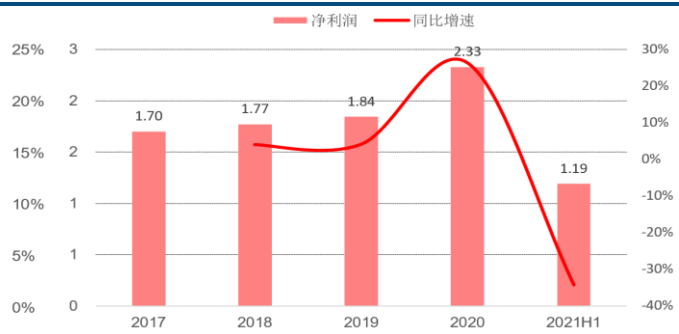
收入、利润规模稳健增长：2017-2020年，公司营业收入从13.46亿元增长至17.02亿元，CAGR为8.14%。2020年新型冠状病毒疫情影响下，洗手液、消毒杀菌类产品收入激增，驱动公司收入增速提升至23.07%。2021H1公司实现营业收入12.72亿元，同比增长5%，若剔除与新冠疫情相关产品的收入，收入同比增长12.2%。

利润方面，公司净利润增长情况与收入基本同步，从2017年的1.70亿元增至2020年的2.33亿元，CAGR为11.04%，略高于收入复合增速。2021H1公司实现净利润1.19亿元，同比-34.3%，主要受消费行业景气度不佳拖累，以及公司线上线下渠道建设投入增加影响。

图表5：朝云集团营业收入（单位：亿元）



图表6：朝云集团净利润（单位：亿元）

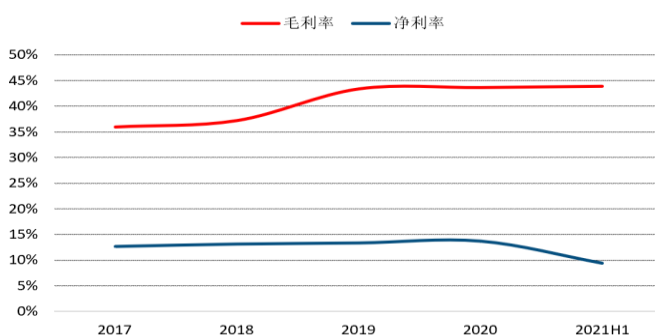


资料来源：招股书，公司公告，中信建投

资料来源：招股书，公司公告，中信建投

盈利能力方面，公司毛利率整体呈现上升趋势，21H1未受行业价格战拖累而保持稳定。公司毛利率从2017年的35.96%提升至2020年的43.65%，呈现提升趋势，2021H1毛利率43.87%，同比提升1.9pct。**净利率方面，**公司净利率从2017年的12.64%提升至2020年的13.68%，2021H1的净利率下降至9.38%，主要受行业景气度波动与线上线下渠道投入增加影响。

图表7：朝云集团毛利率及净利率情况（单位：%）

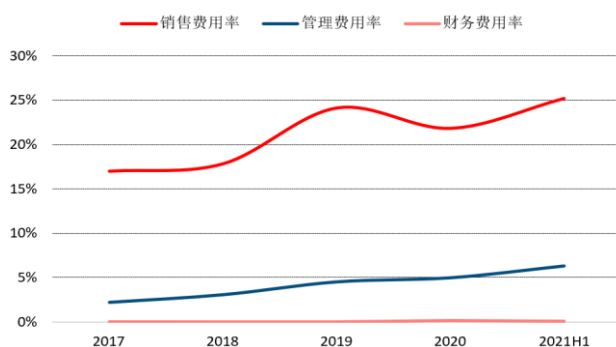


资料来源：公司招股书，公司公告，中信建投

21H1 公司费用率有所上行。销售费用率 2020 年由于疫情出现小幅下滑,达到 21.86%,2021H1 增长至 25.24%,预计主要受线下渠道开拓影响。

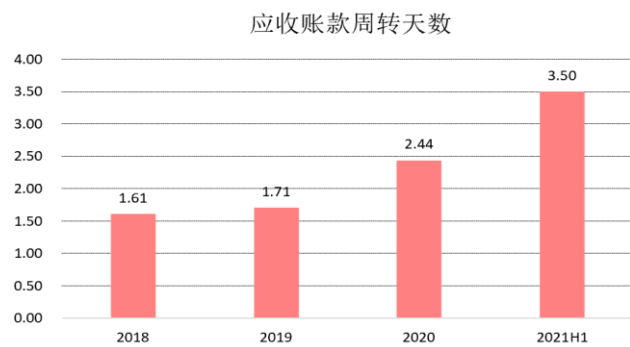
应收、应付周转高效, 存货管控有力。公司对经销商采用先款后货结算模式,因此相比同行业公司应收款项周转天数相对较短,仅为 2-3 天左右。应付账款方面,公司对上游议价能力较强,2018-2019 年应付账款周转天数均在 100 天以上,对上游的应付款周期相对较长。2020 年末公司应付账款余额较大,应付账款周转天数为 73.8 天。由于采购主要集中在年底,2021H1 应付款项转转天数下降为 49.6 天,预计年末有望回归常态。存货周转方面,公司存货周转天数呈下降趋势,2021H1 的周转天数降至 68.60 天。

图表8: 朝云集团费用率情况(单位:%)



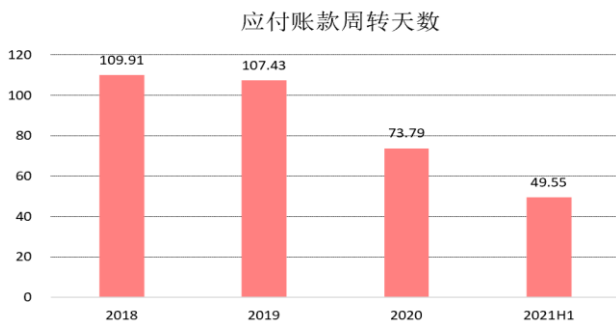
资料来源:公司公告,中信建投

图表9: 朝云集团应收款项周转天数(单位:天)



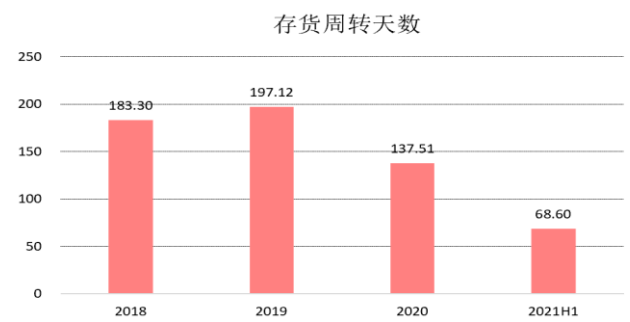
资料来源:公司公告,中信建投

图表10: 朝云集团应付款项周转天数(单位:天)



资料来源:公司公告,中信建投

图表11: 朝云集团存货周转天数(单位:天)



资料来源:公司公告,中信建投

二、家居护理优势领先, 个人护理持续成长

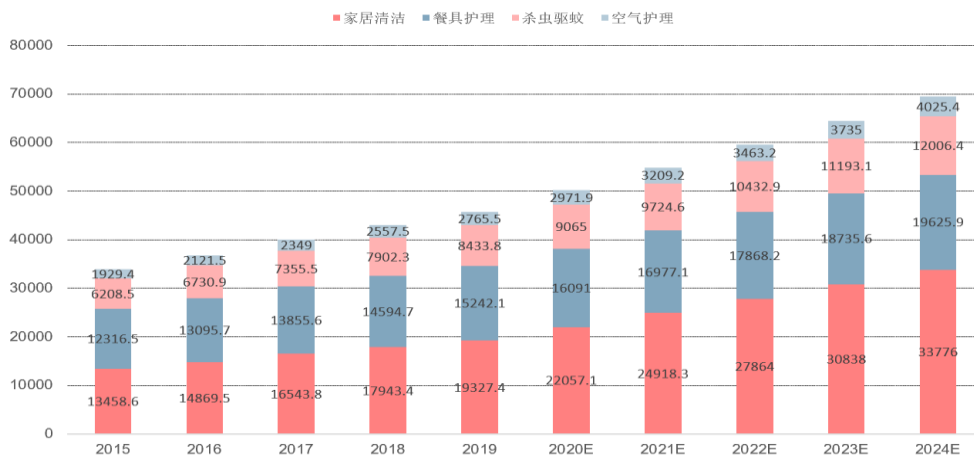
(一) 家居护理、个人护理行业规模稳增, 消费升级带来持续驱动

2.1.1 家居护理市场空间大, 消费升级促使购买潜力提升

家居护理市场主要包括家居清洁、餐具护理产品、杀虫驱蚊、空气护理等。当前我国拥有全球第二大的家居护理市场,市场规模仅次于美国。预计我国家居护理行业零售额从 2015 年的 339 亿元增长至 2021 年的 548

亿元，对应 CAGR 为 8.3%，远高于全球增速中枢的 3%-4%。预计 2024 年中国家居护理行业零售额将进一步增长至 694 亿元，对应行业未来 CAGR 为 8.7%。

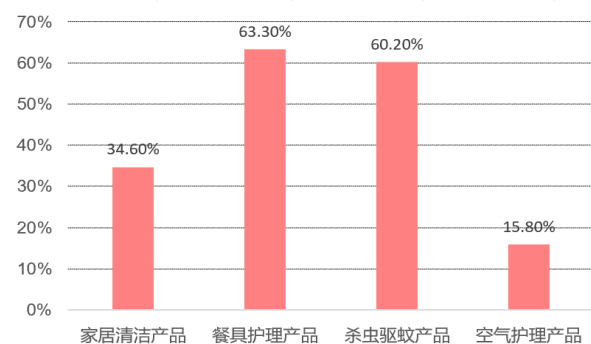
图表12： 2015-2024（估计）中国家居护理市场零售额规模（按产品类别划分）（单位：百万元）



资料来源：招股书中信建投

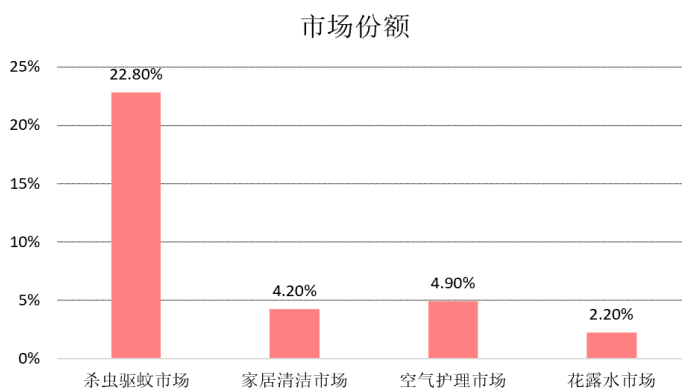
伴随人均收入的持续提升，未来家居护理行业的产品创新、消费升级、低线城市渗透率提升等将驱动家居护理行业持续发展。目前低线城市家居护理产品仍处于早期阶段，渗透率相对较低。2019 年我国低线城市家居清洁产品、餐具护理产品、杀虫驱蚊产品和空气护理产品的渗透率分别为 34.6%、63.3%、60.2% 和 15.8%，尚有较大提升空间。

图表13： 2019 年家居护理产品低线城市渗透率（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，中信建投

朝云集团在家居护理行业份额领先，多个细分赛道优势明显。根据灼识咨询数据，以零售额计，2019 年朝云集团在中国家居护理行业的所有公司中排名第四（市场份额 6.3%），其中多个细分赛道公司表现优异：在杀虫驱蚊市场中排名第一（市场份额 22.8%），在家居清洁市场中排名第二（市场份额 4.2%），在空气护理市场中排名第二（市场份额 4.9%），在花露水市场中排名第三（市场份额 2.2%）。

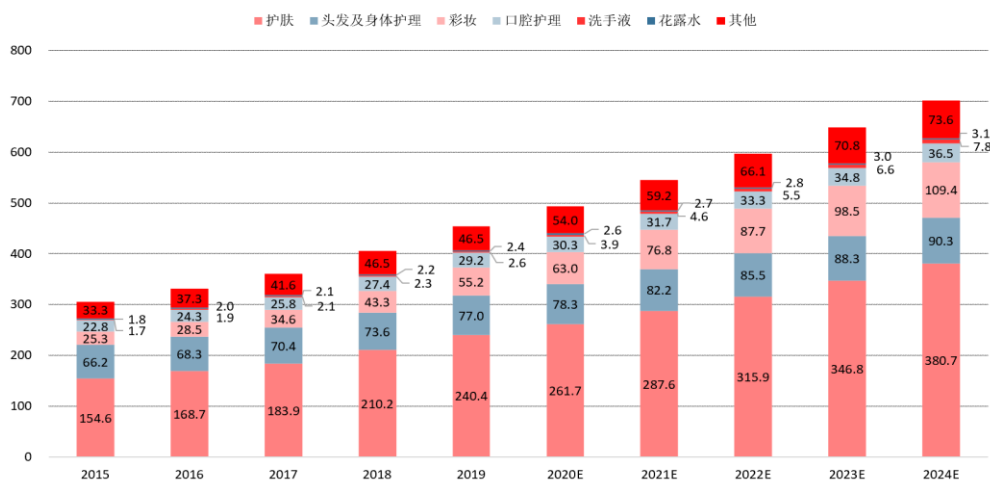
图表14：朝云集团各日化品类市场份额（单位：%）


资料来源：公司招股说明书，中信建投

2.1.2 个人护理行业发展前景广阔，消费意识持续提升

中国个人护理市场包括护肤、彩妆、口腔护理、头发及身体护理、洗手液、花露水及其他（男士、婴幼儿、香水、防晒等）。预计中国个护市场规模从2015年的3058亿元增长至2021年的5448亿元，复合年增长率10.1%。

未来伴随居民消费水平的提升，卫生、健康及美容的意识有望不断提高，同时社交媒体对消费意识提升持续起到正面引导作用，预计2024年我国个人护理行业规模将进一步增长至7,014亿元，对应2021-2024年CAGR为8.8%。

图表15：2015-2024（估计）中国个人护理市场空间预测（按产品类别划分，亿）


资料来源：招股说明书，中信建投

（二）公司在杀虫细分场景优势领先，多品类多品牌持续扩充

2.2.1 立足杀虫类优势，打造多品类、多品牌矩阵

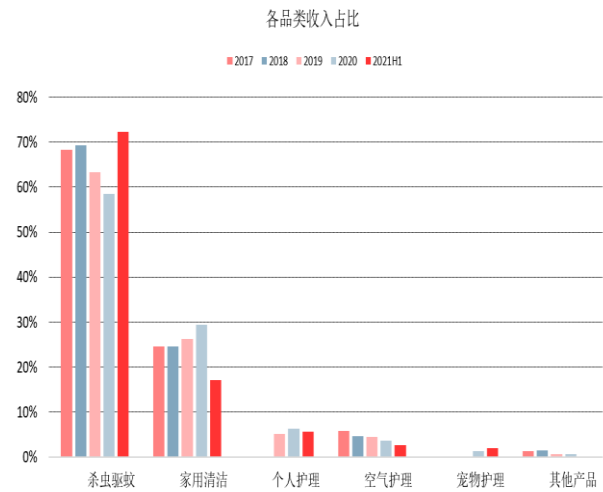
公司主要产品品类包括杀虫驱蚊、家居清洁、个人护理、空气护理和宠物护理产品。其中日化类产品构成了公司主要收入来源，传统品类家居护理及个人护理产品在2021H1均保持了稳定的增长速度。

图表16：旗下家居护理、个人护理品牌介绍



资料来源：公司招股说明书，中信建投

图表17：2017-2021H1 各品类收入占比（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，公司公告，中信建投

分品类看，①杀虫驱蚊类作为公司第一大品类（2020年收入占比59%），营收从2017年的9.2亿元，增长至2020年的9.96亿元，CAGR为2.67%。虽然2021年为消杀小年，但公司持续对产品进行创新升级。2021H1收入同比+11.36%至9.19亿元，毛利率增长2.1pct至40.8%。

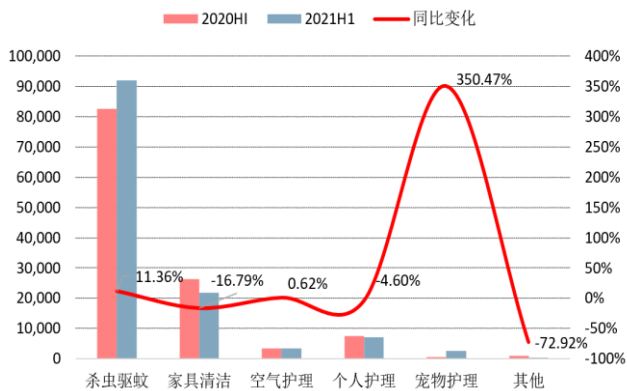
②家居清洁类作为公司重点品类（2020年收入占比29%），营收从2017年的3.3亿元，增长至2020年的5.01亿元，CAGR为14.91%，2021H1除消毒杀菌产品外，家居清洁产品保持10%稳定增长，由于疫情期间消毒杀菌产品的异常需求导致基数较高，家居清洁产品整体收入同比下降16.8%至2.18亿元，毛利率增长0.6pct至54%。

③空气护理品类及对应的品牌西兰（2020年收入占比4%）目前收入占比相对较小，2021H1空气护理产品同比增长0.6%至0.34亿元，而受原材料成本上涨，毛利率同比下降4.6pct至53.4%。

④个人护理类（2020年收入占比6%）营收从2019年的0.71亿元，增长52%至2020年的1.08亿元。2021H1个人护理产品（不含洗手液）保持了18.2%的稳定增长。由于疫情期间洗手液的异常需求导致基数较高，21H1个人护理产品整体同比下降4.6%至0.72亿元，毛利率增长8.2pct至41.8%。

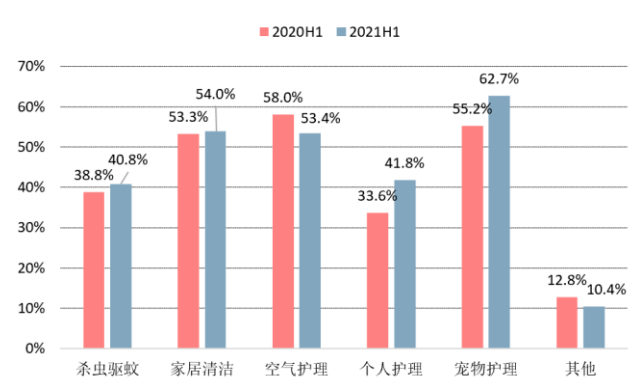
⑤宠物护理类作为公司重点布局的新品类（2020年收入占比1%），营收从2019年的174万元，增长至2020年的0.22亿元。2021H1公司加大投入，宠物类营收实现迅猛发展，收入同比增长350.5%至0.26亿元，毛利率增长7.5pct至62.7%，保持快速发展势头。

图表18: 朝云集团各品类收入及增速(单位:万元)



资料来源:公司公告,中信建投

图表19: 朝云集团各品类毛利率(单位:%)

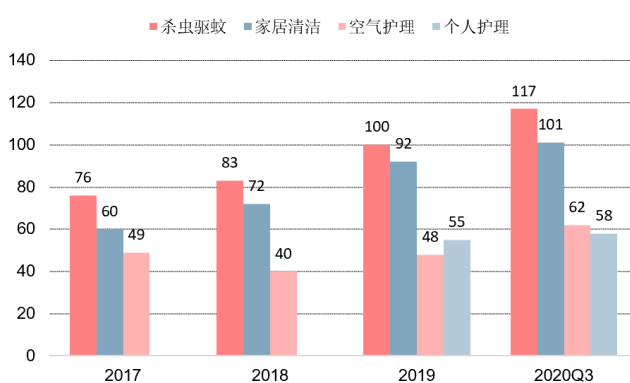


资料来源:公司公告,中信建投

2.2.2 成熟的品牌孵化与产品研发体系、千人千面的高效触达消费者

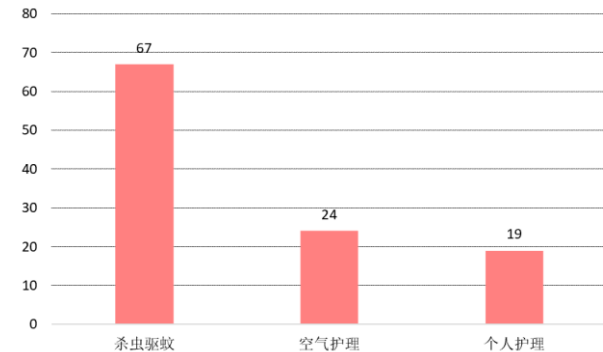
公司拥有持续的产品升级能力,通过高效创新的研发体系持续进行产品创新。2021H1 新增专利 14 个,授权专利 12 个。公司建立了强大的核心技术平台,依靠数据打通的中台、实现跨品类技术共享。总共拥有四个功能实验室,可有效支持多个产品品类的产品配方、包装材料和生产工艺研究开发,与先进技术接轨。同时公司与数个行业领先公司进行技术合作,亦与立白集团的研发团队交流意见与经验。未来预期约 532.8 百万港元(约占全球发售所得款项净额的 20%)将用于增强研发能力(包括研发新产品、升级现有产品、开发新品牌及新品类),同时公司也会为研发团队招募更多经验丰富的人才,深化在宠物护理和个人护理行业的布局,并促进相关研发中心的建设。

图表20: 各品类 SKU 数量情况(单位:个)



资料来源:招股书,中信建投

图表21: 在研产品数量



资料来源:招股书,中信建投

公司具有强大的创造新的细分品类、快速孵化品类领导品牌的良好往绩。具备不断推出具有改良配方和剂量的新产品,引领了中国家居护理行业的产品升级迭代。公司于 2018 年 1 月推出了防蚊网,于 2018 年 4 月推出了运用物联网技术,可以远程控制智能驱蚊、香熏产品等;2018 年 1 月推出了菊酯防蛀片,2019 年 4 月在中国推出了通过缓释技术挥发的空间除菌产品。

公司结合平台进行定制化涉及,对产品进行区隔。除过社群专门的定制,多多买菜、美团等平台产品也进

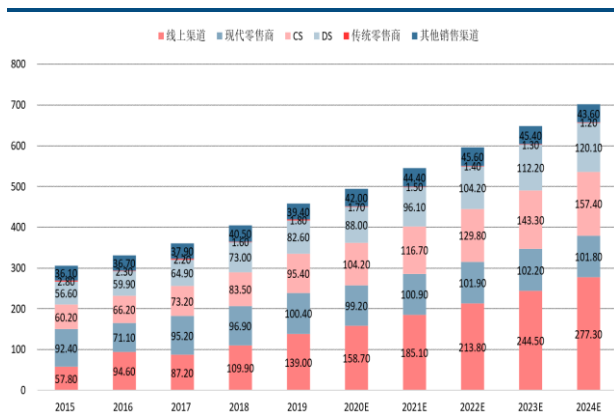
行了区隔。品类爆品、品牌的产品、区域的零售商、电商各个方面都要区隔，公司不断追求消费品的精细化，在线实时复盘避免平台窜货价格失控。

千人千面的强势营销为品牌发展赋能。定制场景化营销方案，以提升消费者黏性和品牌认知。超威通过全局营销矩阵，实现全网 14 亿声量。贝贝健深耕有孩家庭，全网曝光量 12 亿+。威王跨界营销，实现全网 46 亿声量。西兰品牌新产品便携除味喷雾在抖音和小红书多形式多场景化种草，快速提升品牌知名度，获得 IAI 整合营销奖。

（三）全渠道持续扩张，重点布局线上促进快速增长

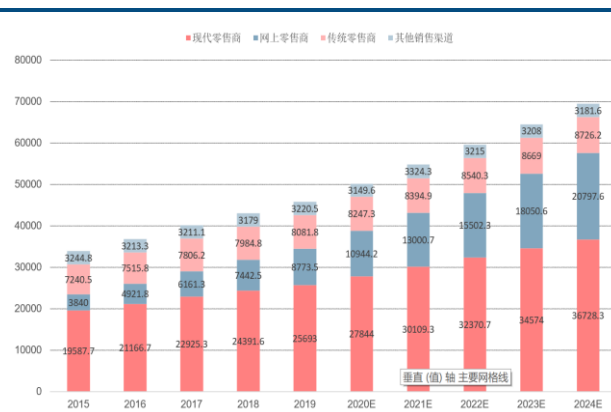
家居护理、个人护理行业线上渠道快速发展，收入占比大幅提升。家居护理行业线上渠道收入从 2015 年的 38.40 亿元增长至 2021 年的 130 亿元，CAGR 为 22.54%，预计到 2024 年收入将达到 207.97 亿元，线上渠道占比提升至 40%；个人护理行业线上渠道收入从 2015 年的 57.80 亿元增长至 2021 年的 185.1 亿元，CAGR 为 21.41%，预计到 2024 年收入将达到 277.30 亿元，线上渠道收入占比提升至 30%。

图表22： 2015-2024E 中国个人护理市场空间预测（按销售渠道划分）



资料来源：公司招股说明书，中信建投

图表23： 2015-2024E 中国家居护理市场零售额规模（按销售渠道划分）



资料来源：公司招股说明书，中信建投

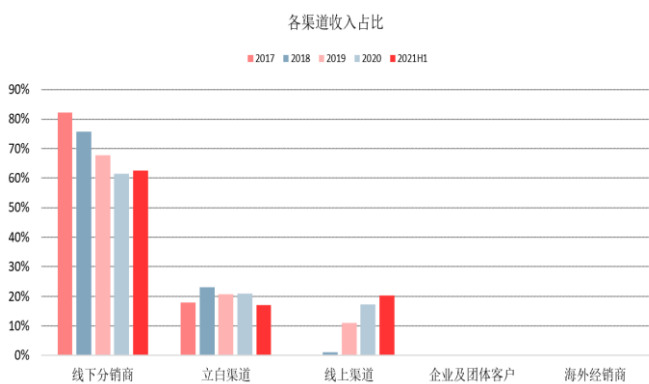
公司在多渠道持续扩张，坚持全渠道战略。公司坚持布局线下分销商、线上零售及团购渠道、海外经销售、立白零售渠道、企业及团体大客户等多种渠道，保障持续稳定的增长。**线下分销渠道目前占据半壁江山，线上渠道快速扩张：**

- ① **线下分销商**作为公司最主要的销售渠道（2020 年收入占比 64.1%），截至 2020 年 12 月 31 日，公司线下渠道覆盖约 620,000 个分销商网点以及约 11,000 个零售网点，2020 年线下分销商收入相较 2019 年同比增长 11.5%。2021H1 营收同比增长 0.64% 至 7.95 亿元，毛利率同比增长 1.6pct。
- ② **线上渠道**包括线上分销商、自营线上商店以及社区电商平台（2020 年收入占比 17.30%），营收从 2018 年的 0.15 亿元，到 2020 年的 2.94 亿元，CAGR 为 345.29%，**2021H1 收入同比增长 47.65% 至 2.57 亿元**，毛利率增长 0.3pct。增长主要得益于公司努力扩大发展自营在线商店及新开发销售渠道（即小区电商平台）产生的收入。随着新零售渠道的发展，公司不断加大在线上渠道的投入。**线上分销商、自营线上商店、社区电商平台 2021 年上半年的毛利率分别为 45.2%，55.6%，31.9%，均实现了大幅增长。**
- ③ **企业及团体客户**（2020 年收入占比 0.2%）目前占比较低，但增速较快，营收从 2018 年的 135 万元，

到 2020 年的 340 万元，CAGR 为 58.79%。2021H1 实现营收 333.8 万元，毛利同比增长 0.8pct，保持相对稳定。

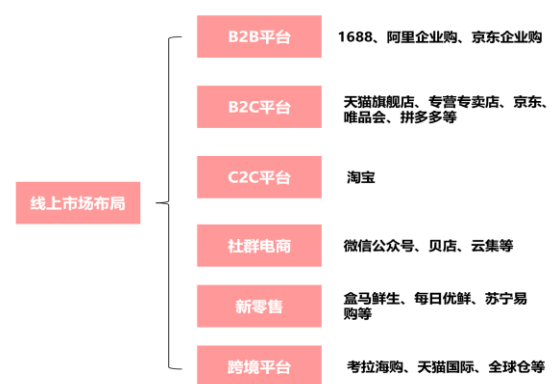
- ④ **零售渠道（立白渠道）**构成了收入的重要来源（2020 年收入占比 21%），营收从 2017 年的 2.41 亿元增长到 2020 年的 3.57 亿元，CAGR 为 14.4%。2021H1 实现收入 2.16 亿元，同比减少 11.9%。这是由于 2020 年新冠疫情导致消毒杀菌产品的需求量出现异常增长。
- ⑤ **海外经销商**渠道总体占比较低（2020 年收入占比 0.1%），2021H1 同比增长 171.95%，实现营收 60.1 万元，毛利率同比增长 2020 年受疫情影响海外分销商渠道收入大幅降低，今年已经逐步恢复。未来伴随全球疫情得到控制，公司将持续拓展市场，重点布局东南亚地区。

图表24： 2021H1 各渠道收入占比（单位：%）



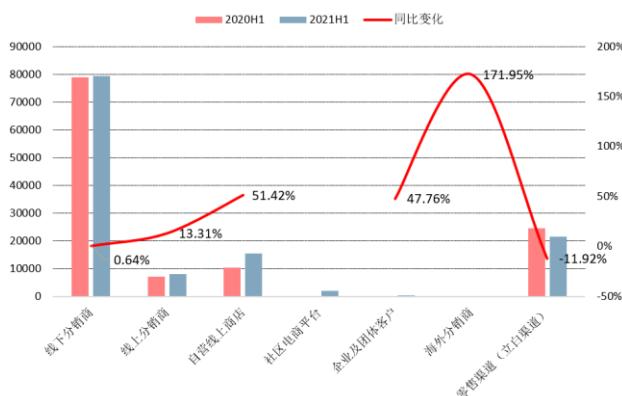
资料来源：年报，中信建投

图表25： 线上市场布局



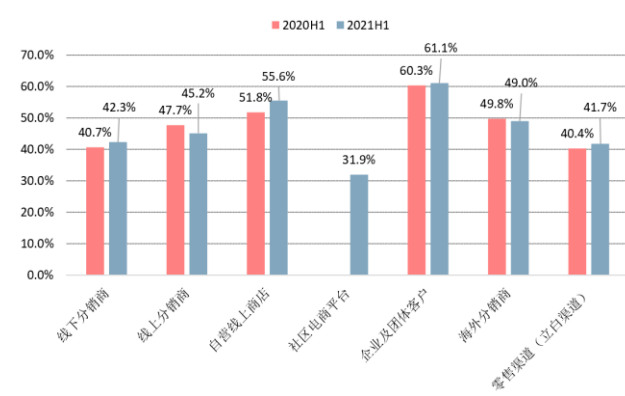
资料来源：中信建投

图表26： 朝云集团各渠道收入及增速（单位：万元）



资料来源：半年报，中信建投

图表27： 朝云集团各渠道毛利率（单位：%）



资料来源：半年报，中信建投

未来将重点补足线上销售能力，打造全渠道销售体系。线上方面，2021H1 公司线上渠道实现 47.6% 高速增长，包括天猫、京东、等电商平台的 26 家自营线上商店及若干线上第三方经销商网络均实现较大增长。同时公司积极拥抱渠道变革，2021H1 社区团购渠道贡献约 2000+ 万收入，预计 2022 年将进一步加码抖快渠道布局。**线下方面**，不断推动分销网点数量拓展，抓住时机进行渠道精细化的运营。通过 1100+ 家线下分销商、约 65 万个全国销售点、49 名零售渠道（立白渠道）大客户、企业及团体客户组成的销售网络实现稳步增长。

持续落实全场景数智化建设，实现业务在线化。公司通过 EDP 电商中台实现“业财”一体化，驱动数字化运营。OMS 为电商全渠道订单处理平台，SCRM 赋能线下业务闭环，增加整体货流以及订单流，加快公司的产品流转。此外，通过 SRM 建立与供应商高效沟通、信息互换的信息化平台，打造开放式的供应链平台。通过 CRM 建设客户一体化协同平台，赋能渠道价值的最大化。每刻则作为商旅及费控报销数字化平台。最后搭建经营数略云，实现数字驱动业数据可视化移动化平台务运营。合并报表使财务合并、分析更智能高效，赵云数据运营平台赋能数字化变革。

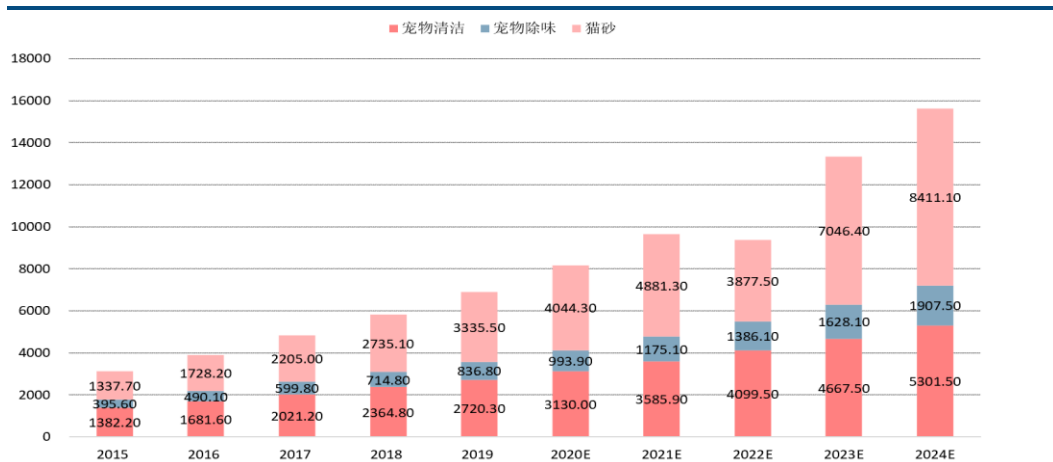
三、加码布局宠物蓝海市场，新品牌+新渠道占领“养宠一族”心智

（一）宠物护理行业持续扩容

3.1.1 消费者群体数量增加、结构改善，宠物用品市场空间巨大

中国宠物护理产品市场的零售额从 2015 年的 31.15 亿元增长至 2021 年的 96.42 亿元，CAGR 为 20.72%，预计 2024 年将增长至 156.20 亿元，2021-2024 年的 CAGR 预计为 17.45%。

图表28： 2015-2024E 中国宠物护理市场空间预测（按产品类别划分，单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书，中信建投

年轻一代养宠消费群体占比的提升。中国养宠人群呈现逐步年轻化趋势，2015 年养宠人群中 30 岁及以下年龄段的占比约为 40%，2019 年已上升至约 53%。年轻一代更注重宠物的健康、营养和颜值，因此年轻养宠群体对于高品质的宠物用品和食品、宠物护理、以及宠物医疗体现出更高的购买意愿度。

下游宠物相关产业（宠物美容、宠物医疗等）逐渐走向成熟。随着宠物经济的快速发展，各类宠物相关服务等新兴市场逐渐出现，进一步衍生出对诸如宠物香波、除臭剂等宠物用品的需求。2015 年至 2019 年，宠物美容服务行业市场规模由约人民币 140 亿元增长至人民币 250 亿元，复合年增长率 24.2%，2024 年预计达到人民币 400 亿元。

3.1.2 宠物行业竞争格局：进口产品为主，国产产品发展迅猛

宠物食品市场高度分散且活跃，宠物食品行业 CR10 仅为 37.8%。宠物食品市场大量由玛氏、雀巢等跨国公司主导，近年来国内公司如比瑞吉、麦富迪等发展迅猛，均保持了高速增长，在抢占低端市场的同时，在高端市场也越发具备竞争力。未来中国宠物食品将表现为中端通货粮+细分品类高端粮的双线发展趋势。

图表29： 2014-2019 年市场占有率领先的宠物食品品牌

| 品牌 | 公司 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 皇家 | 玛氏 | 7.3% | 7.6% | 8.8% | 8.1% | 7.7% | 7.2% |
| 比瑞吉（中国） | 上海比瑞吉 | 5.0% | 5.6% | 5.4% | 4.7% | 3.8% | 3.0% |
| 疯狂小狗（中国） | 徐州苏亮 | | 0.3% | 0.7% | 1.3% | 1.9% | 2.3% |
| 伯纳天地（中国） | 上海依蕴 | | 0.4% | 1.1% | 1.5% | 1.9% | 2.2% |
| 麦富迪（中国） | 山东乖宝 | 0.9% | 1.0% | 0.9% | 1.0% | 1.3% | 1.6% |
| 伟嘉 | 玛氏 | 3.4% | 3.1% | 2.6% | 2.1% | 1.8% | 1.6% |
| 宝路 | 玛氏 | 3.6% | 3.2% | 2.5% | 2.1% | 1.8% | 1.6% |
| 顽皮（中国） | 烟台中宠 | 1.0% | 1.1% | 1.1% | 1.2% | 1.3% | 1.4% |
| 玫斯（中国） | 河北荣喜 | 0.9% | 1.3% | 1.8% | 1.6% | 1.5% | 1.4% |
| 力狼（中国） | 华兴 | 0.6% | 1.0% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 1.3% |

资料来源：前瞻产业研究院，中信建投

宠物用品市场分散，细分品类有望集中。我国宠物用品行业头部企业市场份额不到 1%，但细分市场中猫砂较为集中，据前瞻产业研究院测算，排名前三的品牌（雀巢、高乐氏、丘奇&德怀特）占据约 75% 的市场份额。公司重点布局宠物护理用品，未来有望大幅提高营收额和市场占有率。

图表30： 2020 年度用户最喜爱的宠物用品品牌

| 细分品类 | 品牌 |
|------|---|
| 宠物香波 | 雪貂、狮王、爱犬岛、8in1、波波 |
| 猫砂 | N1、小佩、怡亲、里兜、宠幸 |
| 驱虫 | （犬类）福莱恩、拜宠清、犬心保、大宠爱、尼可信； （猫类）大宠爱、福莱恩、拜宠清、爱沃克、海乐妙 |

资料来源：2020 宠物行业白皮书

（二）战略切入高景气宠物护理赛道，多品牌多品类战略持续推进

公司战略聚焦发展宠物品类，持续推进多品牌战略。2017 年开始进军宠物护理领域，拥有“倔强的尾巴”和“德是”两大宠物护理品牌。倔强的尾巴创立于 2019 年，依托朝云集团供应链优势及研发资源，联合日本 LionChemicalCo.Ltd 株式会社、德国巴斯夫、瑞士芬美意等组成核心研发团队，致力于为消费者提供宠物养护一站式解决方案。2020 年“德是”品牌创立，进军高端宠物护理品消费市场。2021 年创新推出首款专利除臭植物猫砂。

2021 年 4 月公司进军宠物主粮，创立品牌“倔强的嘴巴”，打造主粮爆品矩阵，同时持续布局宠物主粮供应

链以及自建工厂，从生产端形成壁垒能力，预计主粮食品将为公司带来高毛利和更大的市场空间。

伴随宠物类的加码布局，公司宠物用品类营收从 2019 年的 174 万元增长至 2020 年的 0.22 亿元。2021H1 公司加大投入，宠物类营收实现迅猛发展，收入同比增长 350.5% 至 0.26 亿元，毛利率增长 7.5pct 至 62.7%，保持快速发展势头。

图表31：朝云集团宠物品牌

倔强尾巴
倔强嘴巴
DUX
德是

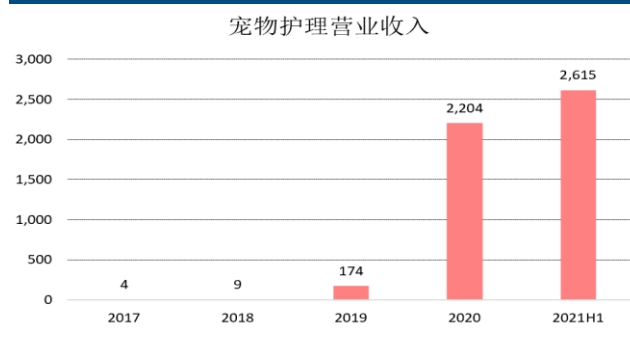
图表32：朝云集团部分宠物产品



资料来源：公司官网，中信建投

公司依托线上营销和电商平台，实现了宠物业务的高速增长。倔强的尾巴上市 4 个月即获得天猫宠物香水除味剂类目排名第一，随后相继斩获 2020 年天猫美妆奖最具潜力宠物新锐品牌、京东宠物 2021 十大新锐品牌。2021 年 9 月，倔强尾巴斩获“2021 年度国朝新消费品牌势力榜-最佳宠物新消费品牌大奖”。截止 20Q3，宠物护理产品拥有 38 个 SKU，发展潜力巨大。2021H1 宠物护理产品实现营收 2615 万元，同比增长 350.5%。

图表33：宠物护理产业营业收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，中信建投

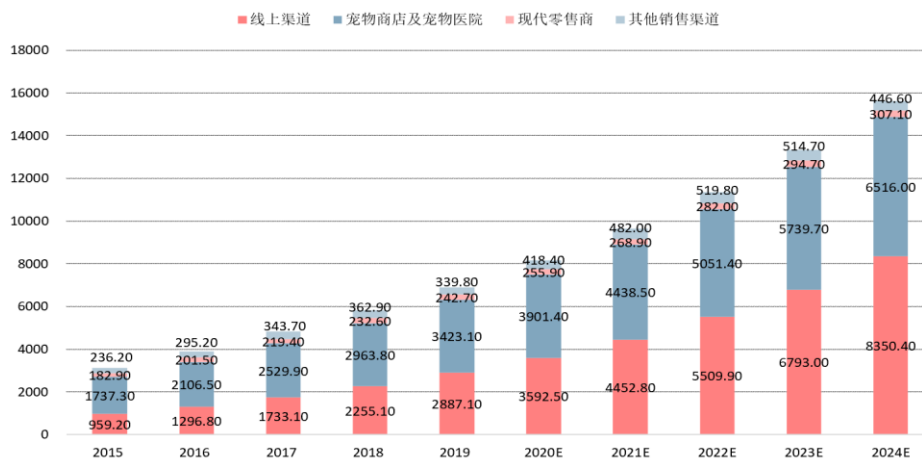
公司建立垂直整合的柔性供应链体系，积极布局上游工厂，保障技术研发及产品质量。公司运营番禺及安福两个生产基地，聘用 40 家第三方制造商协助生产。公司的柔性供应链体系既可以根据季节性快速调节产能，实现按需生产，又可以快速响应市场需求变化。2021 年 9 月，安福超威产业园正式开园并投入生产，加强产业协同、深化智能制造。同月沂南猫砂工厂项目正式签约立项，提升了宠物供应链的持续。2021 年 11 月，朝云集团携手山东帅克达成战略合作，深化宠物主粮供应链布局。2022 年公司将进一步加强上游供应链的建设，落实成立海外研发机构的规划，提升公司产业技术研发能力。

（三）线上平台快速起量，线下渠道加码布局

请参阅最后一页的重要声明

线上零售渠道、宠物店及宠物医院是宠物护理行业增长主力渠道。中国宠物护理市场的主要销售渠道为宠物店及宠物医院(50%)、电商(42%)。线上销售渠道占中国宠物护理行业的总零售额的比例由 2015 年的 30.8% 上升至 2019 年的 41.9%，复合年增长率 31.7%；随着网购习惯的进一步流行以及电商科技的持续发展，该比例预计于 2024 年将达到 53.5%。

图表34： 2015-2024（估计）中国宠物护理市场空间预测（按销售渠道划分）



资料来源：公司招股说明书，中信建投

公司通过线上平台快速建立品牌势能，高效触达年轻养宠群体。截止 2021H1，宠物板块所有营收均通过线上渠道获得。公司持续加大在营销方面的资金投入，探索新零售渠道进行推广销售。公司在双 11 取得了优异的成绩，由宠物用品品牌“倔强尾巴”及宠物食品品牌“倔强嘴巴”组合成为“倔强家族”，天猫平台总成交额同比增长 168%，口腔用品同比增长 207%；京东平台总成交额同比增长 325%；主粮线上全渠道销售环比 618 增长 274%；单品方面，倔强尾巴除菌除味喷雾蝉联天猫香水 / 除味剂类目 TOP1；倔强尾巴猫砂系列获得京东热卖猫砂榜 TOP2。2022 年公司规划进一步打开线上的增长路径，通过占领养宠人群心智加快占领市场。

图表35： 双 11 倔强尾巴销售成绩



资料来源：公司官网，中信建投

公司加码布局宠物用品线下销售门店，通过线下渠道加强品牌壁垒，预计 2022 年起有望进入门店拓展加速期。2021 年 11 月 15 日，全球首家“倔强一站 Naughty Stop”正式揭幕。Naughty Stop 定位与“倔强家族”一

致，目标是把宠物当做养宠家庭的重要成员，立足全新角度，从养宠家庭的痛点出发，全面构建的新型线下宠物互动空间。Naughty Stop 将规划进一步为养宠群体提供更高端、全面的养宠互动场景。2022 年公司开始在 B 端连锁医院、连锁分销商等建立关系，同时 C 端打造线下业务，未来预计在 20 个核心城市建立布局，通过线下门店达到品牌宣传和建立壁垒的作用。

图表36：朝云集团倔强一站



资料来源：公司官网，中信建投

四、盈利预测与投资建议

2021 年公司所在行业整体处于低景气度阶段，同时伴随前期基数较高（防疫相关产品）、线下经销渠道亦受到互联网新渠道冲击明显。2021 年公司在行业弯道期加速线上、线下渠道投入，积极拥抱布局社区团购、直播等新渠道。预计 2022 年伴随行业压力减小和新渠道发力，公司业绩有望实现恢复增长。同时宠物赛道方面，公司与山东帅克达成战略合作，供应链壁垒实力进一步提升，并在渠道端有望加速拓展宠物线上线下渠道，率先在行业内形成强品牌认知与强供应链壁垒。预计公司 2021-2023 年股东应占溢利 1.1、2.1、2.4 亿元，对应 PE 分别为 25、14、12 倍，维持“增持”评级。

图表37：盈利预测摘要（百万元）

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,702 | 1,755 | 2,034 | 2,338 |
| 增长率(%) | 23.1% | 3.1% | 15.9% | 14.9% |
| 净利润(百万元) | 224 | 114 | 206 | 243 |
| 增长率(%) | 21.0% | -48.9% | 79.9% | 17.8% |
| 毛利率(%) | 43.6% | 42.1% | 43.1% | 43.4% |
| 净利率(%) | 13.7% | 6.5% | 10.1% | 10.3% |
| P/E(倍) | 13 | 25 | 14 | 12 |

资料来源：Wind，中信建投

图表38： 公司利润表预测（单位：百万元）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 13.83 | 17.02 | 17.55 | 20.34 | 23.38 |
| 营业成本 | -7.84 | -9.60 | -10.16 | -11.58 | -13.25 |
| 毛利 | 6.00 | 7.43 | 7.39 | 8.76 | 10.14 |
| 其他:其他收入 | 0.42 | 0.40 | 0.35 | 0.45 | 0.5 |
| 其他经营净收益 | 0.00 | -0.18 | 0.1 | 0.05 | 0.05 |
| 销售费用 | -3.34 | -3.72 | -5.06 | -5.25 | -5.99 |
| 销售费用率 | 24.2% | 21.9% | 28.8% | 25.8% | 25.6% |
| 新政开支费用 | -0.62 | -0.85 | -1.51 | -1.63 | -1.82 |
| 新政开支费用率 | 4.5% | 5.0% | 8.6% | 8.0% | 7.8% |
| 财务费用 | 0.00 | -0.03 | -0.02 | 0.01 | 0.01 |
| 上市费用 | -0.13 | -0.10 | -0.12 | 0 | 0 |
| 除税前溢利 | 2.32 | 2.93 | 1.51 | 2.73 | 3.22 |
| 所得税 | -0.48 | -0.60 | -0.38 | -0.68 | -0.81 |
| 所得税率 | 20.7% | 20.5% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润(含少数股东权益) | 1.8436 | 2.33 | 1.13 | 2.05 | 2.42 |
| 少数股东损益 | -0.00804 | 0.09 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 净利润(不含少数股东权益) | 1.85164 | 2.24 | 1.14 | 2.06 | 2.43 |

资料来源: Wind, 中信建投

图表39： 资产负债表与现金流量表预测摘要（单位：百万元）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------|----------|-----------|----------|----------|
| 资产负债表摘要 | | | | | |
| 流动资产 | 1,034.63 | 1,398.27 | 2,656.71 | 2,922.38 | 3,214.62 |
| 资产总计 | 1,225.88 | 1,608.42 | 3,556.71 | 3,872.38 | 4,214.62 |
| 流动负债 | 1,205.07 | 1,352.80 | 811.68 | 852.26 | 894.88 |
| 非流动负债 | 6.88 | 5.10 | 8.00 | 10.00 | 12.00 |
| 负债总计 | 1,211.95 | 1,357.89 | 819.68 | 862.26 | 906.88 |
| 股东权益 | 13.93 | 250.53 | 2,737.03 | 3,010.12 | 3,307.75 |
| 归属母公司股东权益 | 13.23 | 247.68 | 2,731.56 | 3,004.10 | 3,301.13 |
| 现金流量表摘要 | | | | | |
| 经营活动现金流量 | 472.62 | 382.73 | 67.35 | 80.82 | 121.23 |
| 投资活动现金流量 | 59.78 | -18.83 | -1,334.52 | -667.26 | -333.63 |
| 筹资活动现金流量 | -231.27 | 9.94 | 2,200.00 | 20.00 | 20.00 |
| 现金净增加额 | 301.14 | 373.73 | 932.83 | -566.44 | -192.40 |
| 期末现金余额 | 511.04 | 884.77 | 1,817.60 | 1,251.16 | 1,058.76 |
| 资本支出 | 0.09 | 1.47 | 56.00 | 60.00 | 65.00 |

资料来源: Wind, 中信建投

五、风险因素

行业竞争加剧；居民消费倾向下降；新品类拓展不及预期；疫情反复

分析师介绍

刘乐文：美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

王明琦：中信建投证券农林牧渔&宠物消费行业分析师，上海交通大学硕士，深度覆盖养殖、动保、种业、饲料和宠物全产业链等细分赛道，作为核心成员入围 2020 年卖方分析师水晶球奖公募榜单；曾任职于方正证券研究所。

周博文：人民大学学士、伦敦政经金融学硕士，2018 年加入中信建投证券。2019-2020 年《新财富》轻工与纺服行业团队入围，2018-2020 年“Wind 金牌分析师”团队成员，“金麒麟”新锐分析师团队成员。

评级说明

| 投资评级标准 | | 评级 | 说明 |
|--|------|------|---------------|
| 报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对涨幅 15%以上 |
| | | 增持 | 相对涨幅 5%—15% |
| | | 中性 | 相对涨幅-5%—5%之间 |
| | | 减持 | 相对跌幅 5%—15% |
| | | 卖出 | 相对跌幅 15%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对涨幅 10%以上 |
| | | 中性 | 相对涨幅-10-10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对跌幅 10%以上 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk