

朝云集团 (06601.HK)

多品牌全渠道持续推进，宠物业务蓄势待发

疫情承压下营收稳步增长，现金储备充裕。公司2021年实现营收约17.69亿元(yoy+3.94%)，剔除与疫情相关产品收入同增9.7%，归母净利约0.92亿元(yoy-57.93%)，经调整净利润1.04亿元(yoy-60.34%)。公司全年毛利率同增0.88pcts至44.51%，主要系线上自营商店收入同增41.1%带动占比增加，销售费率同增7.9pcts至29.75%，管理费率同升5.15pcts至10.12%，主要系行政人员数量增加；整体经调整净利率同降9.51pcts至5.86%。存货同降5.38%至3.4亿元，应收周转天数同降4.5天至8.8天。截止2021年底，现金及等价物和定期存款达26.68亿元。公司拟以总股本为基每10股派发0.68港元，合计总派息0.91亿港元。

家居护理业务稳步增长，宠物业务翻倍高增。分业务来看，2021年实现：1)家居护理(西兰/超威/贝贝健/威王)：收入16.08亿元(yoy+3.1%)，毛利率同降0.05pcts至43.9%，主要系疫情以来原材料成本持续上升，其中，杀虫驱蚊收入11.14亿元(yoy+11.8%)，毛利率同增2.2pcts至41.4%，主要系产品升级推新及全渠道销售渗透；家居清洁收入4.37亿元(yoy-12.7%)，除消杀产品外的收入为4.04亿元(yoy+3.1%)，毛利率同降4.3pcts至48.9%；空气护理收入0.57亿元(yoy-9.8%)；2)个人护理(润之素)：收入1.01亿元(yoy-7.0%)，主要系20年疫情期间洗手液需求激增导致基数较高及公司未参与短期价格战，毛利率同增14.2pcts至48.1%，主要系优化产品结构及市场投入；3)宠物产品(倔强的尾巴/德是)：收入0.53亿元(yoy+138.9%)，毛利率同增3.5pcts至58.0%，成功打造宠物除菌产品和猫砂的爆品系列，并推出高毛利率纯鲜肉食品线。期内公司对全国最大的主粮生产商山东帅克进行战略投资0.67亿元以布局供应链，线上与线下渠道持续推进，并拓展代工业务。

线上高增布局+线下拓展下沉，全渠道战略稳步推进。2021年，公司稳步执行全渠道战略，线上自营保持高增并布局抖音/快手/社群零售/到家等新渠道，线下渠道持续下沉拓展，打造消杀/家居等品类门店。分渠道收入来看：1)线上渠道：收入4.27亿元(yoy+45.0%)，营收占比增至24.1%，毛利率同增0.2pcts至51.8%，其中自营线上商店2.60亿元(yoy+41.08%)，毛利率同增6.4pcts至60%，线上分销商1.29亿元(yoy+17.0%)，新布局社区电商平台收入达0.38亿元；2)线下渠道：线下分销商收入10.64亿元(yoy+1.8%)，毛利率同增0.4pcts至42.4%；零售渠道(立白渠道)收入2.7亿元(yoy-24.5%)，主要系传统零售业态下滑及公司不参与家居清洁市场短期价格战；企业及团体客户渠道收入648万元(yoy+90.5%)，海外销售渠道收入109万元(yoy+124.8%)。未来有望通过在线上自营渠道推出差异化组合装产品以提升客单及毛利水平，线下持续打造百万分销门店并加强形象店建设及社区营销。

投资建议：公司作为家居护理细分龙头，持续推进多品牌多品类全渠道发展战略，大力发展宠物业务定位中高端宠物食品/用品市场并有望拓展保健品/智能用品赛道，渠道布局兼具线上高增平台及线下下沉拓展。基于年报表现，我们调整预测公司2022-2024年收入分别为20.00/22.65/25.77亿元，分别同增13.1%/13.3%/13.8%，归母净利润1.99/2.37/2.70亿元，分别同增115.7%/19.5%/13.9%。目前市值35.2亿港元，对应2022年14倍PE，下调为“增持”评级。

风险提示：线下疫情反复；行业竞争加剧；原材料价格上行；产品升级推广不及预期。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,702	1,769	2,000	2,265	2,577
增长率 yoy (%)	23.0	3.9	13.1	13.3	13.8
归母净利润(百万元)	224	92	210	231	266
增长率 yoy (%)	20.9	-58.8	128.2	9.9	15.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.17	0.07	0.16	0.17	0.20
净资产收益率(%)	93.0	3.3	7.9	8.0	8.4
P/E(倍)	12.7	30.9	13.6	12.3	10.7
P/B(倍)	11.5	1.0	1.0	0.9	0.8

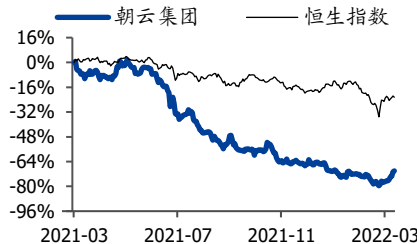
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年3月31日收盘价

增持(调低)

股票信息

行业	其他支援服务
前次评级	买入
3月31日收盘价(港元)	2.64
总市值(百万港元)	3,520.00
总股本(百万股)	1,333.33
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.73

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 赵雅楠

执业证书编号: S0680521030001

邮箱: zyn@gszq.com

研究助理 萧灵

执业证书编号: S0680121060008

邮箱: xiaoling@gszq.com

相关研究

1、《朝云集团(06601.HK): 宠物业务高速增长, 多品牌全渠道战略推进》2021-08-31

2、《朝云集团(06601.HK): 家居品牌焕新, 宠物赛道接力》2021-06-22

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1398	3104	4831	5068	5548
现金	885	1953	3453	3781	4010
应收票据及应收账款	102	71	125	97	155
其他应收款	52	0	58	8	67
预付账款	0	0	0	0	0
存货	360	340	455	443	576
其他流动资产	0	739	739	739	739
非流动资产	210	319	323	327	334
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	153	173	178	184	191
无形资产	20	25	24	23	22
其他非流动资产	37	121	121	121	121
资产总计	1608	3423	5153	5396	5882
流动负债	1353	678	842	827	1017
短期借款	300	0	0	0	0
应付票据及应付账款	411	420	524	541	668
其他流动负债	641	258	317	286	350
非流动负债	5	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	9	9	9	9
负债合计	1358	687	851	837	1027
少数股东权益	3	1	25	51	81
股本	0	0	1333	1333	1333
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	234	490	786
归属母公司股东权益	248	2734	4277	4508	4774
负债和股东权益	1608	3423	5153	5396	5882

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	473	383	149	307	204
净利润	233	91	234	257	296
折旧摊销	0	0	19	21	24
财务费用	3	2	-41	-47	-56
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-63	76	-61
其他经营现金流	237	290	0	0	0
投资活动现金流	60	-19	-23	-26	-31
资本支出	1791	1300	4	5	7
长期投资	59	0	0	0	0
其他投资现金流	1910	1282	-19	-21	-24
筹资活动现金流	-231	10	1374	47	56
短期借款	300	-300	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-29	0	1333	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-503	310	41	47	56
现金净增加额	301	374	1500	328	229

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1702	1769	2000	2265	2577
营业成本	960	982	1115	1259	1429
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	372	526	440	510	575
管理费用	85	179	180	215	245
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	3	2	-41	-47	-56
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	10	0	0	10	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	286	83	306	338	390
营业外收入	10	0	5	3	4
营业外支出	3	0	1	1	1
利润总额	293	120	310	340	392
所得税	60	30	76	84	96
净利润	233	91	234	257	296
少数股东损益	0	9	23	26	30
归属母公司净利润	224	92	210	231	266
EBITDA	285	62	247	253	300
EPS (元)	0.17	0.07	0.16	0.17	0.20

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	23.0	3.9	13.1	13.3	13.8
营业利润(%)	39.7	-70.9	267.9	10.6	15.1
归属于母公司净利润(%)	20.9	-58.8	128.2	9.9	15.3
获利能力					
毛利率(%)	43.6	44.5	44.3	44.4	44.6
净利率(%)	13.1	5.2	10.5	10.2	10.3
ROE(%)	93.0	3.3	7.9	8.0	8.4
ROIC(%)	40.9	1.7	5.8	5.5	6.0
偿债能力					
资产负债率(%)	84.4	20.1	16.5	15.5	17.5
净负债比率(%)	-231.4	-71.1	-116.0	-116.9	-113.6
流动比率	1.0	4.6	5.7	6.1	5.5
速动比率	0.8	3.0	4.3	4.7	4.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	0.7	0.5	0.4	0.5
应收账款周转率	17.6	20.4	20.4	20.4	20.4
应付账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.4	2.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.07	0.16	0.17	0.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-0.14	0.11	0.23	0.15
每股净资产(最新摊薄)	0.19	2.05	2.21	2.38	2.58
估值比率					
P/E	12.7	30.9	13.6	12.3	10.7
P/B	11.5	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	-2.0	-31.5	-13.8	-14.7	-13.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 3 月 31 日收盘价

内容目录

1.业务分析	4
1.1 产品端：家居护理占比超九成，重点发力宠物业务	4
1.2 渠道端：疫情导致零售短期承压，线上发力布局多平台	5
2.财务分析	6
风险提示	6

图表目录

图表 1: 公司核心品牌情况	4
图表 2: 2017-2021 年公司各业务板块营收情况 (单位: 亿元)	5
图表 3: 2017-2021 年公司各业务板块毛利率情况 (单位: %)	5
图表 4: 2017-2021 年公司各渠道营收情况 (单位: 亿元)	5
图表 5: 2018-2020 年公司毛利率/归母净利率情况 (单位: %)	6
图表 6: 2018-2020 年公司销售及管理费率情况 (单位: %)	6

1. 业务分析

1.1 产品端：家居护理占比超九成，重点发力宠物业务

公司是中国领先的多品类家居护理及个人护理平台。主营业务包括家居护理、个人护理和宠物产品。其中，家居护理部分的营收占比超 90%，细分品类杀虫驱蚊营收占比约 60%。1) 家居护理包括杀虫驱蚊以及家居清洁产品，包括“西兰”、“超威”、“贝贝健”、“威王”4 个核心品牌；2) 个人护理包括护肤、头发和身体护理产品、洗手液及花露水，核心品牌为“润之素”；3) 宠物产品包括宠物香波/除臭剂/猫砂等用品以及宠物食品，包括“倔强的尾巴”、“德是”2 个核心品牌。

图表 1: 公司核心品牌情况

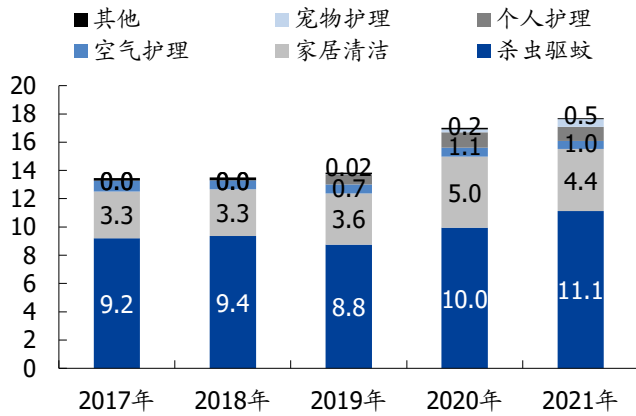
品牌	推出年度	定位	主要产品
西兰	1995 年	一站式空气护理解决方案	空气护理产品，如空气清新喷剂系列、除甲醛系列、去味香珠等
超威	2002 年	杀虫驱蚊领导品牌	杀虫驱蚊产品，如盘香、电热蚊香液、电热蚊香片、防蚊网等
贝贝健	2010 年	植物安全配方，健康除菌，宝妈安心之选	杀虫驱蚊产品，如电热蚊香液及电热蚊香片、防蚊网、驱蚊啫喱等
威王	2011 年	除垢更除菌，全方位家居清洁专家	家居清洁除菌产品，如厨房清洁剂系列、洁厕净系列、洗衣机槽清洁剂系列等
润之素	2019 年	为大众消费者提供全家适用的质量呵护	个人护理产品，如护手霜、SOD 蜜、洗手液等
倔强的尾巴	2019 年	中档大众宠物护理产品及宠物食品	宠物护理及食品，如除菌喷雾、宠物除臭抑菌洁牙凝胶、混合猫砂、中高端宠物主粮等
德是	2020 年	高端宠物护理产品消费市场	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等

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

分业务来看：

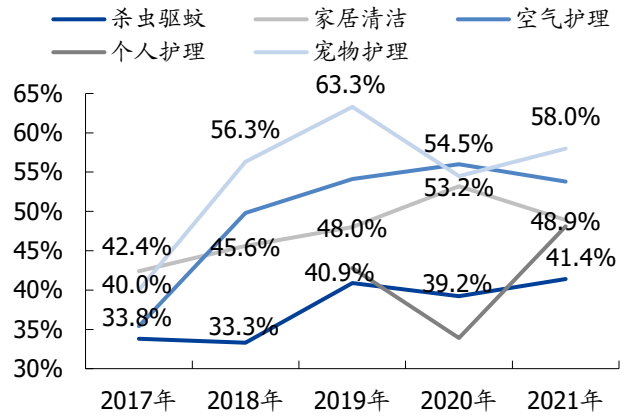
- 1) 家居护理：2021 年实现收入 16.08 亿元 (yoy+3.1%)，毛利率同降 0.05pcts 至 43.9%，主要系疫情影响导致原材料成本持续上升，其中，杀虫驱蚊收入 11.14 亿元 (yoy+11.8%)，毛利率同增 2.2pcts 至 41.4%，主要系产品升级推新及全渠道销售渗透；家居清洁收入 4.37 亿元 (yoy-12.7%)，除消杀产品外的收入为 4.04 亿元 (yoy+3.1%)，毛利率同降 4.3pcts 至 48.9%；空气护理收入 0.57 亿元 (yoy-9.8%)；
- 2) 个人护理：2021 年实现收入 1.01 亿元 (yoy-7.0%)，主要系 20 年疫情期间洗手液需求激增导致基数较高及公司未参与短期价格战，毛利率同增 14.2pcts 至 48.1%，主要系优化产品结构及市场投入；
- 3) 宠物产品：2021 年实现收入 0.53 亿元 (yoy+138.9%)，毛利率同增 3.5pcts 至 58.0%。公司在宠物板块成功打造宠物除菌产品和猫砂的爆品系列，并推出高毛利率纯鲜肉食品线。2021 年对全国最大的主粮生产商山东帅克进行战略投资 0.67 亿元以布局供应链，并拓展代工业务。

图表 2: 2017-2021 年公司各业务板块营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 2017-2021 年公司各业务板块毛利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

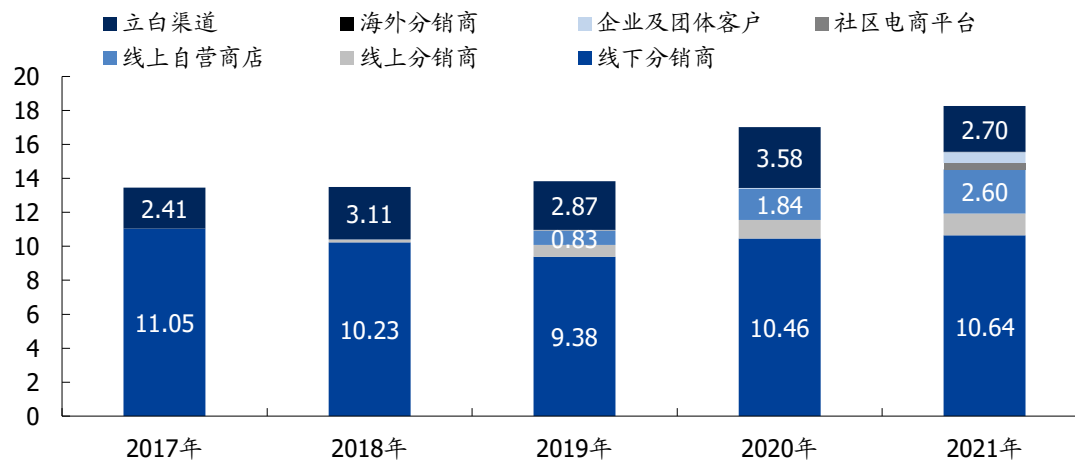
1.2 渠道端: 疫情导致零售短期承压, 线上发力布局多平台

公司推进全渠道战略, 在线下拥有超 1149 家分销商构成的网络, 并通过立白集团向 49 名大客户 (包括大卖场/超市/百货和便利店等), 此外, 在线上设立 18 家自营线上商店, 与线上分销商合作, 2021 年新拓展兴盛优选等社区电商平台作为新收入来源。

分渠道来看:

- 1) 线下渠道: 线下分销商收入 10.64 亿元 (yoy+1.8%), 毛利率同增 0.4pcts 至 42.4%; 零售渠道 (立白渠道) 收入 2.7 亿元 (yoy-24.5%), 主要系疫情影响导致传统零售业态下滑, 并且公司选择不参与家居清洁市场短期内的价格战; 企业及团体客户渠道收入 648 万元 (yoy+90.5%), 海外销售渠道收入 109 万元 (yoy+124.8%);
- 2) 线上渠道: 收入 4.27 亿元 (yoy+45.0%), 营收占比增至 24.1%, 毛利率同增 0.2pcts 至 51.8%, 其中自营线上商店 2.60 亿元 (yoy+41.08%), 毛利率同增 6.4pcts 至 60%, 线上分销商 1.29 亿元 (yoy+17.0%), 新布局社区电商平台收入达 0.38 亿元;

图表 4: 2017-2021 年公司各渠道营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

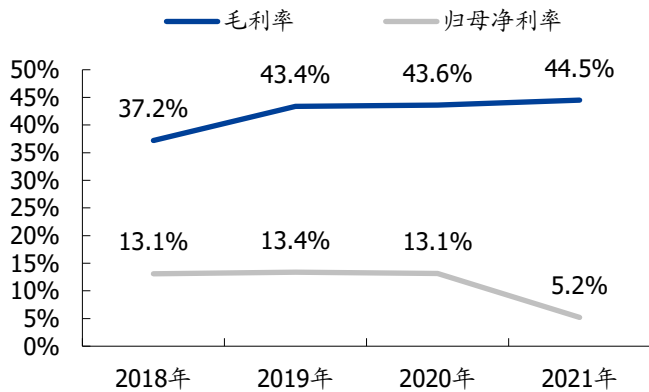
2. 财务分析

公司 2021 年实现营收约 17.69 亿元 (yoy+3.94%)，剔除与疫情相关产品收入同增 9.7%，归母净利约 0.92 亿元 (yoy-57.93%)，经调整净利润 1.04 亿元 (yoy-60.34%)。公司全年毛利率同增 0.88pcts 至 44.51%，主要系线上自营商店收入占比增加。

费用方面，销售费率同增 7.9pcts 至 29.75%，主要系维护市场所需的战略投放增加，线下品牌建设等动作持续投入，可赋能 2022 年及未来发展，管理费率同升 5.15pcts 至 10.12%，主要系行政人员数量增加；整体经调整净利率同降 9.51pcts 至 5.86%。

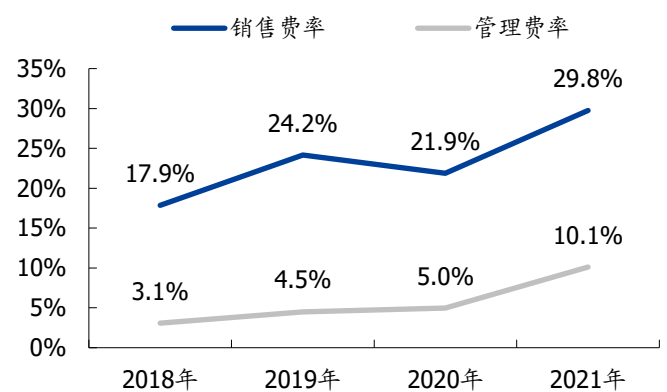
运营指标及现金流方面，2021 年存货同降 5.38% 至 3.4 亿元，应收周转天数同降 4.5 天至 8.8 天。截止 2021 年底，现金及等价物和定期存款达 26.68 亿元。

图表 5: 2018-2020 年公司毛利率/归母净利率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 2018-2020 年公司销售及管理费率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议: 综合考虑公司加强品牌建设、拓展下沉渠道及线上多平台布局以及加大布局宠物业务等经营战略以及原材料和疫情等外部环境因素影响，我们预测公司 2022-2024 年收入分别为 20.00/22.65/25.77 亿元，分别同增 13.1%/13.3%/13.8%，其中杀虫驱蚊业务仍保持高个位数稳健增长，宠物业务有望持续高增。预测公司 2022-2024 年归母净利润 1.99/2.37/2.70 亿元，分别同增 115.7%/19.5%/13.9%。目前市值 34.5 亿元港币，对应 2022 年 14 倍 PE，下调为“增持”评级。

风险提示

线下疫情反复: 公司在线下渠道拥有多家分销商及网点，如疫情反复导致零售业态下滑讲对公司业绩产生不利影响；

行业竞争加剧: 公司重点布局的宠物行业尚未形成垄断，未来可能迎来国内外品牌加速入局，争夺线上流量导致获客成本攀升；

原材料价格上行: 公司原材料主要包括溶剂油、香精等化学品和纸箱、PE 等包装材料，如原材料价格受疫情等因素影响持续波动可能会给经营带来挑战；

产品升级推广不及预期: 公司目前杀虫驱蚊单一品类占比仍较大，如果该品类产品升级换代不及预期或其他新业务推广不及预期，则可能会对公司业绩带来较大影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com