



Research and
Development Center

洗衣液龙头品牌商，渠道与产品进阶

— 蓝月亮（6993.HK）深度报告

2021年1月18日

汲肖飞 纺织轻工行业首席分析师

S1500520080003

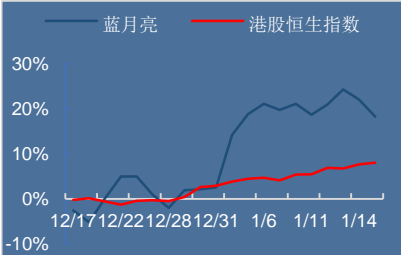
+86 13798225863

jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

+86 18516582264

Liyuanyuan1@cindasc.com

证券研究报告
港股研究
深度报告
蓝月亮 (6993.HK)
投资评级 买入
首次覆盖


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (港元)	17.50
52 周内股价	13.50-19.16
波动区间 (港币)	
最近一月涨跌幅 (%)	18.28
总股本 (亿股)	58.59
香港流通比例 (%)	100.00
总市值 (亿港元)	1025

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

洗衣液龙头品牌商，渠道与产品进阶

2021 年 1 月 18 日

本期内容提要：

- ◆ **国内洗衣液与洗手液龙头品牌商。**公司成立于 1994 年，是洗衣液及洗手液行业龙头品牌商，同时布局厨房卫浴等家居清洁产品；其中洗衣液连续 11 年市场第一，19 年市场份额超过 24%，洗手液连续 8 年市场第一，19 年市场份额超过 17%，家居清洁尚在培育期，市占率排名第五，19 年市场份额为 1.7%。2020 年 12 月公司港交所上市，实际控制人持股比例超过 75%，股权集中。近年来公司收入平稳增长，归母净利率提升带动业绩高速增长，截止 2019 年，公司收入 70.5 亿港币，17-19 年复合增速为 12%，归母净利润为 10.8 亿港币，17-19 年复合增速为 254%。
- ◆ **品类升级及新品类普及推动家清行业平稳增长，对标海外集中度品牌商格局有提升空间。**根据 Frost&Sullivan 数据，2019 年中国家清行业市场规模为 1108 亿元，15-19 年复合增速为 5%，行业平稳增长；对标美国、日本成熟市场，2019 年中国家清人均支出占比存在一倍以上提升空间。品类升级与新品类普及提升是驱动行业增长重要因素，例如洗衣液占比衣物清洁行业仅 40%，将持续替代洗衣粉，衣物柔顺剂、地板清洁剂等品类逐步普及带来新市场。我国家庭清洁行业品牌商集中度较高，2019 年衣物清洁、家居清洁、个人护理领域 CR3 分别为 48%、61%、65%，相比于日本、美国发达市场超过 80% 的集中度存在提升空间，例如衣物清洁领域日美 CR3 分别为 92%、83%，头部企业有望借助渠道资源、品牌积淀及资金实力进一步提升市场份额。
- ◆ **产品持续创新、重视终端用户运营、流量变化敏锐、信息化前瞻布局为公司长期稳健发展护航。**其一，公司具备扎实研发基础，善于产品创新，为产品持续迭代提供基础，公司 2008 年及 2015 年国内首创洗衣液及浓缩洗衣液，掀起品类升级革命，树立专业化品牌形象；其二，公司注重终端消费者运营，强化品牌心智，自 2009 年加大线下促销人员对消费者对接，2015 年创新 O2O 模式增强与用户沟通，头部品牌中蓝月亮品牌享受溢价；其三，公司流量变化敏锐，线上渗透率超过行业平均水平 15pct；其四，前瞻信息化布局提升产业链运营效率，增强终端洞察，提升渠道管理精细化程度及生产效率，为长期发展奠定基础。
- ◆ **渠道优化及浓缩洗衣液新趋势提升衣物清洁市场地位，加大推新有望打开家居清洁天花板。**未来公司将在衣物清洁及手部清洁领域继续深耕，同时补足家居清洁领域短板，具体而言：1) 优化渠道布局，加大终端下沉力度，扩展品牌终端触达率：公司近年推出针对分销商的数据系统以及针对终端促销人员管理系统，提升线下分销渠道管理效率；同时进行分销商优化，淘汰合作不佳分销商，加大优质分销商资源开拓，扩大网点下沉深度。2) 浓缩洗衣液方兴未艾，公司作为行业引领者有望借得先机抢占流量：19 年海外发达市场浓缩洗衣液渗透率超过 90%，中国市场仅 8%，未来提升空间大，公司作为国内浓缩洗衣液标杆，约 28% 市场份额，未来有望加大市场培育提升份额。3) 加大推新，率先布局家居清洁领域，提升细分市场份额：19 年公司新出 4 款高端产品，重点布局厨房及卫浴领域，有望拉动细分领域增速。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们看好品类升级迭代以及新兴产品渗透率不断提升对产品家庭清洁行业推动作用，行业保持平稳增长，同时蓝月亮作为洗衣液、洗手液等升级品类龙头品牌商，将通过渠道延展优化以及前瞻新品布局提升份额，未来可期。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 74 亿港元、92 亿港元、115 亿港元，同比增速分别为 4%/25%/25%，归母净利润归母净利润分别为 11.65 亿港元、16.98 亿港元、22.68 亿港元，对

应增速分别为 8%、46%、34%，根据最新收盘价（2021 年 1 月 18 日）对应 PE 为 88 倍、60 倍、45 倍；根据相对估值法，与化妆品公司相比，公司 PEG 为 3.1 倍，低于可比公司 4.4 倍平均水平；根据绝对估值法，假设公司半显性增速为 15%，永续增速为 1.5%，WACC 为 8.4%，每股合理内在价值为 21.95 港币，存在低估；首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**渠道扩展进度及优化效果好于预期、至尊浓缩洗衣液及其他新品类市场推广效果好于市场预期，衣物清洁行业消费升级进度加快。

◆**风险因素：**1) 渠道优化及延展不达预期；2) 新品销售不达预期；3) 原材料成本上涨及费用未能优化进而影响利润率提升；4) 市场格局恶化影响份额提升。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万港币)	6769.2	7061.4	7364.8	9194.6	11486.1
增长率 YoY %		4.32	4.30	24.84	24.92
归属母公司净利润(百万港币)	554.0	1079.6	1164.7	1697.5	2268.4
增长率 YoY%		94.88	7.88	45.75	33.63
毛利率%	57.42	64.16	66.91	66.82	66.91
净资产收益率 ROE%	29.82	37.71	7.64	10.02	11.81
EPS(摊薄)(港币)			0.20	0.29	0.39
市盈率 P/E(倍)	—	—	88.0	60.4	45.2
市净率 P/B(倍)	—	—	6.7	6.1	5.3

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 1 月 18 日收盘价

目录

投资聚焦	6
公司概况	7
1.1 国内家庭护理龙头品牌商，高管团队高持股比例	7
1.2 财务分析：净利率提升带动业绩快速增长，ROE 处于提升期	9
1.3 业务分析：衣物清洁为主，线上高渗透率	11
行业分析	17
1.1 品类升级及新产品普及率提升助力家清行业平稳增长，对标日美提升空间大	17
2.2 产业链分析：品牌商占据价值链最高比例，线上渗透率持续提升	20
2.3 品类升级及多品牌布局将助力品牌商格局集中，行业集中度提升大有可为	22
竞争优势	23
3.1 历史复盘：蓝月亮如何连续多年蝉联洗衣液第一	23
3.2 优势一：扎实研发沉淀与产品创新及推广的魄力助力站在每一轮产品革命浪尖	25
3.3 优势二：重视终端用户运营，沉淀专业化高端品牌资产	26
3.4 优势三：渠道反应灵活，善于抓住流量红利期，线上化布局走在市场前列	27
3.5 优势四：信息数字化布局前瞻，助力长期运营效率提升	27
成长性分析	28
4.1 浓缩洗衣液引领行业新趋势，有望带动洗衣液市场获得超额份额	28
4.2 线下渠道优化及终端网点持续开发助力下沉市场份额获取	29
4.3 加大新品推进，多品类协同发展，抢占多赛道份额	30
盈利预测及假设	31
估值与投资评级	32

表目录

表 1：公司不同业务板块市场地位情况（截止 2019 年）	7
表 2：公司核心高管基本情况（截止 2020 年）	8
表 3：公司募集资金用途说明	9
表 4：公司 2017-2020 上半年 ROE 变化情况	11
表 5：以立白品牌洗衣清洁用品为例比较洗衣液与洗衣粉价格	19
表 6：未来五年内家庭清洁行业细分市场成长性	20
表 7：家庭清洁领域头部国货集团基本情况	21
表 8：衣物清洁 2015-2019 年公司维度市场格局变化情况（单位：%）	22
表 9：不同公司衣物清洁领域专利数量对比情况（个）	25
表 10：不同品牌洗衣液产品定位及价格比较	26
表 11：不同洗衣液品牌线上旗舰店开设情况	27
表 12：公司信息化布局情况	28
表 13：至尊洗衣液产品情况及洗衣凝珠比较	29
表 14：公司 2019 年新产品定位及定价	31
表 15：公司今年下半年以来获得的相关专利	31
表 16：公司分产品收入预测（单位：百万港币）	32
表 17：同业可比公司相对估值情况	32

图目录

图 1：公司重点产品布局情况	7
图 2：公司股权结构情况（截止 2020H1）	7
图 3：2017 年-2019 年公司员工数量变化	8
图 4：2017 年-2019 年公司剔除研发人员人均薪酬（万港币/年）	8
图 5：2017 年-2020H1 收入及增速	9
图 6：2017 年-2020H1 归母净利润及增速	9
图 7：2017 年-2020H1 毛利率及归母净利率	10
图 8：2017 年-2020H1 期间费用率	10
图 9：2017 年-2020H1 货币资金及现金流情况	10
图 10：2017 年-2020H1 现金周期情况	10
图 11：2017 年-2020H1 分产品收入及增速（百万港币）	12
图 12：2017 年-2020H1 分产品销量及增速（千公斤）	12
图 13：2017 年-2020H1 分产品毛利率情况	12
图 14：2017 年-2020H1 产品销售价格（港币/公斤）	12
图 15：2017 年-2020H1 分产品成本价格（港币/公斤）	12

图 16: 公司渠道分部整体情况.....	13
图 17: 2017 年-2020H1 线上渠道分类型收入 (百万港币)	14
图 18: 2017 年-2020H1 线上合作平台数量 (个)	14
图 19: 2017 年-2020H1 线下大客户收入及增速.....	14
图 20: 2017 年-2020H1 线下大客户数量及平均销售额.....	14
图 21: 2017 年-2020H1 线下分销商收入	15
图 22: 2017 年-2020H1 线下分销商数量及平均销售额.....	15
图 23: 公司工厂分布情况.....	15
图 24: 公司产品单位成本项目拆分 (万元/吨)	16
图 25: 2019 年公司产品产能利用率情况.....	16
图 26: 2017 年-2020H1 销售费率明细拆分.....	16
图 27: 2017 年-2020H1 管理费费率明细拆分.....	16
图 28: 2017-2019 年销售人员及薪酬变化.....	17
图 29: 2017 年-2019 年广告开支占比收入、线上推广占比线上收入、线下推广占比线下收入变化.....	17
图 30: 家庭清洁行业市场规模及增速.....	18
图 31: 家庭清洁行业细分结构及变化.....	18
图 32: 中国、日本、美国家庭清洁产品人均消费支出比较 (单位: 美元/年)	18
图 33: 中国、日本、美国家庭清洁产品人均消费支出占比人均可支配收入.....	18
图 34: 衣物清洁市场结构情况.....	19
图 35: 洗手液占比个人清洁行业比重.....	19
图 36: 洗衣助剂市场规模及增速 (单位: 亿元)	19
图 37: 家具清洁护理行业规模 (单位: 亿元)	19
图 38: 家庭清洁行业产业链图谱.....	20
图 39: 衣物清洁、个人清洁、家居清洁 2019 年前五大公司市场份额.....	21
图 40: 蓝月亮 2019 年在衣物清洁、个人清洁、家居清洁三大细分市场市场份额.....	21
图 41: 家庭清洁行业渠道结构及变化 (单位: %)	21
图 42: 2019 年中国、美国、日本衣物清洁集中度 (%)	23
图 43: 2015-2019 年中国、美国、日本龙头公司衣物清洁品类份额变化 (pct)	23
图 44: 中国、日本、美国市场公司份额前三与品牌份额前三差距 (%)	23
图 45: 从产品、渠道、营销等视角看公司发展历程.....	24
图 46: 蓝月亮与立白研发人员数量对比.....	25
图 47: 公司研发费用及占比收入情况.....	25
图 48: 蓝月亮引领衣物清洁领域产品创新.....	25
图 49: 蓝月亮在提升与终端消费者接触及加强用户运营方面的布局.....	26
图 50: 公司线上渗透率与洗衣液行业渗透率比较.....	27
图 51: 2019 年线上及全渠道洗衣液市场格局情况.....	27
图 52: 浓缩洗衣液市场渗透率 (浓缩洗衣液占洗衣液) 比较.....	28
图 53: 2019 年不同市场浓缩洗衣液渗透率对比.....	28
图 54: 2019 年浓缩洗衣液市场格局情况.....	29
图 55: 蓝月亮不同地区销售结构及变化.....	30
图 56: 洗衣液行业不同市场结构.....	30
图 57: 蓝月亮与立白经销商及网点比较 (个)	30
图 58: 蓝月亮不同类型分销商销售占比.....	30
图 59: 蓝月亮每年新出产品系列情况.....	30

投资聚焦

我们与市场主流认识不同之处在于：

1) 我们认为洗衣液等细分家清赛道具备良好的成长性, 未来可孕育更大的行业龙头公司。一方面, 市场认为家清行业步入成熟期, 增速较低, 进而忽视了结构性变化带来的细分赛道高景气度。我们认为, 未来细分赛道高景气度将推动行业平稳增长。根据 Frost&Sulliva 数据, 2019 年中国洗衣液市场规模 272 亿元, 14-19 年复合增速为 13%, 截止 19 年洗衣液占比衣物清洁市场份额仅 40% 左右, 对标日美等发达市场, 洗衣液渗透率超过 90%, 未来国内洗衣液市场空间巨大; 同时地面清洁剂等家居清洁市场正在逐步打开, 未来高景气度细分赛道有望推动家清行业平稳增长。**另一方面**, 市场低估了家清行业龙头市场地位。我们认为, 家清行业未来集中度提升大有可为。根据欧瑞咨询, 2019 年成熟市场如日本、美国衣物清洁领域 CR3 分别为 92%、83%, 而中国市场仅 49%, 未来品类升级过程中细分赛道龙头品牌商有望借助行业新趋势进行份额追赶, 未来行业集中度有望进一步提升, 或可孕育更大的行业龙头公司。

2) 我们认为此轮渠道优化以及新品推进将助力公司份额追赶, 加深市场地位。一方面, 市场普遍担忧公司在景气度较高的线上渠道占比远高于行业进而担忧未来成长性。我们认为, 未来公司渠道优化举措将助力更多消费者触达, 线上线下将持续平衡发展。公司自 18 年以来积极调整线下渠道, 更换经营不佳经销商, 加大经销商资源开拓, 同时推出针对分销商的数据系统以及针对终端促销人员管理系统, 提升线下分销渠道管理效率, 公司有望在精细化渠道管理措施下助力线下渠道再起航, 相比于行业龙头企业立白集团 2000 余家经销商, 百万级别网点, 公司 19 年经销商仅 1200 余家, 不足 30 万网点, 提升空间大。**另一方面**, 市场普遍担忧浓缩洗衣液未来前景, 进而担忧新品驱动不达预期。我们认为, 浓缩洗衣液凭借自身优势渗透率将不断提升。根据 Frost&Sulliva 数据, 19 年海外发达市场浓缩洗衣液渗透率超过 90%, 浓缩洗衣液凭借物流成本优化、节能等优点将在中国市场逐步普及, 目前中国市场浓缩洗衣液渗透率仅 8%, 公司作为国内浓缩洗衣液标杆, 未来有望加大市场教育培育市场。

公司概况

1.1 国内家庭护理龙头品牌商，高管团队高持股比例

蓝月亮是国内领先的家庭清洁护理品牌商，洗衣液与洗手液连续多年蝉联第一。目前公司销售洗衣液等衣物清洁产品、洗手液等个人清洁护理产品以及厨卫清洁等家庭清洁护理产品，旗下拥有“蓝月亮深层洁净洗衣液”、“蓝月亮预涂·手洗双用型洗衣液”、“蓝月亮抑菌洗手液”等多款畅销产品。截止 2019 年，公司旗下衣物清洁产品收入占比 88%，畅销产品系列深层洁净洗衣液收入占比 58%；根据 2020 年中国市场商品消费统计结果，蓝月亮品牌洗衣液、洗手液分别连续十一年和八年蝉联市场份额第一。

图 1：公司重点产品布局情况



资料来源：公司公告，天猫旗舰店，信达证券研发中心

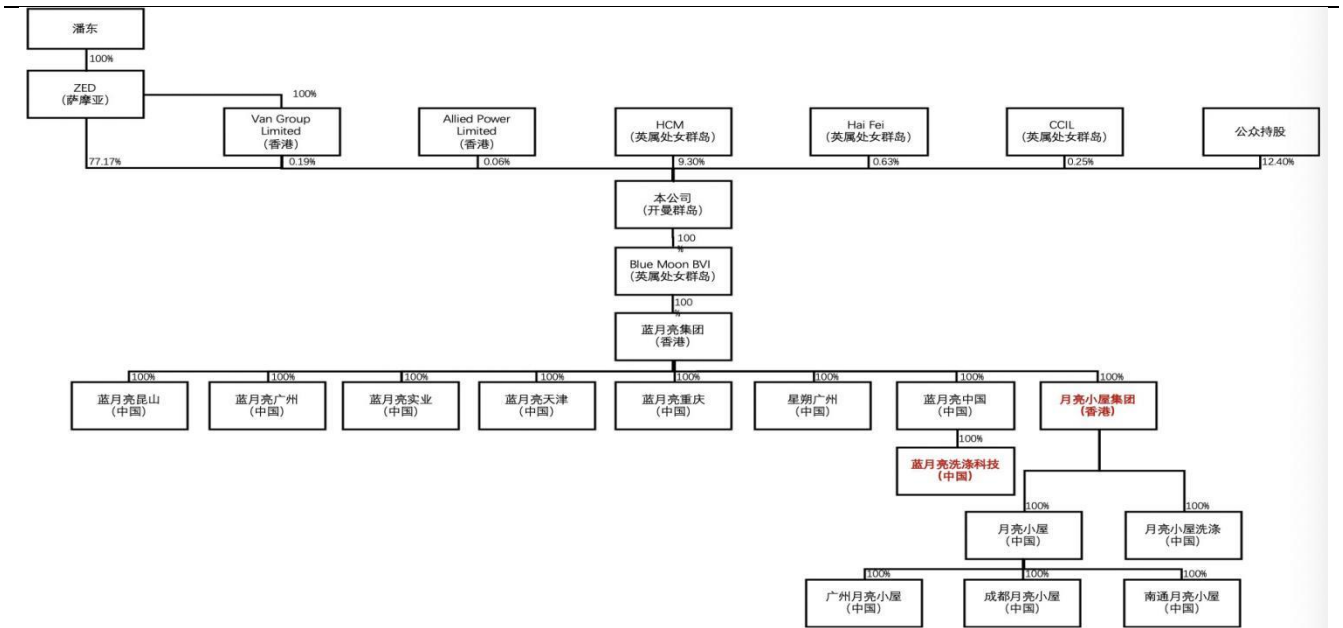
表 1：公司不同业务板块市场地位情况（截止 2019 年）

衣物清洁		衣物清洁-洗衣液		个人护理清洁		个人护理清洁-洗手液		家居清洁	
公司 A	25.4%	蓝月亮	24.4%	公司 D	48.7%	蓝月亮	17.4%	公司 B	32.1%
公司 B	11.6%	公司 A	23.5%	公司 E	6.0%	公司 D	17.0%	公司 A	23.6%
公司 D	11.0%	公司 B	12.3%	公司 H	5.8%	公司 H	13.7%	公司 I	8.9%
蓝月亮	10.4%	公司 C	11.2%	本公司	5.0%	公司 C	10.5%	公司 H	2.3%
公司 E	8.9%	公司 D	9.9%	公司 A	4.5%	公司 B	9.5%	蓝月亮	1.7%
其他	32.6%	其他	18.6%	其他	29.9%	其他	31.8%	其他	31.4%

资料来源：FROST&SULLIVA，信达证券研发中心

实际控制人持股比例高，高瓴为第二大股东。公司为家族控股企业，截止 2020 年 12 月实际控制人潘东通过 ZED 和 VanGroup 持有公司股权比例约 77%，持股比例较高；高瓴为公司第二大股东，通过 HCM 持有公司股份。

图 2：公司股权结构情况（截止 2020H1）



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (截止 2020 年 12 月)

创始团队技术出身, 核心高管团队稳定, 拥有研发及快消品运营等背景。公司核心创始团队潘东女士、罗秋平先生(两者为夫妻关系)、罗东女士均为研发技术出身, 传播与公关等相关核心人员具备快消品等行业运营管理经验。同时, 公司核心高管团队稳定, 电商经理、经销经理、研发技术经理等加入公司十余年。

表 2: 公司核心高管基本情况 (截止 2020 年)

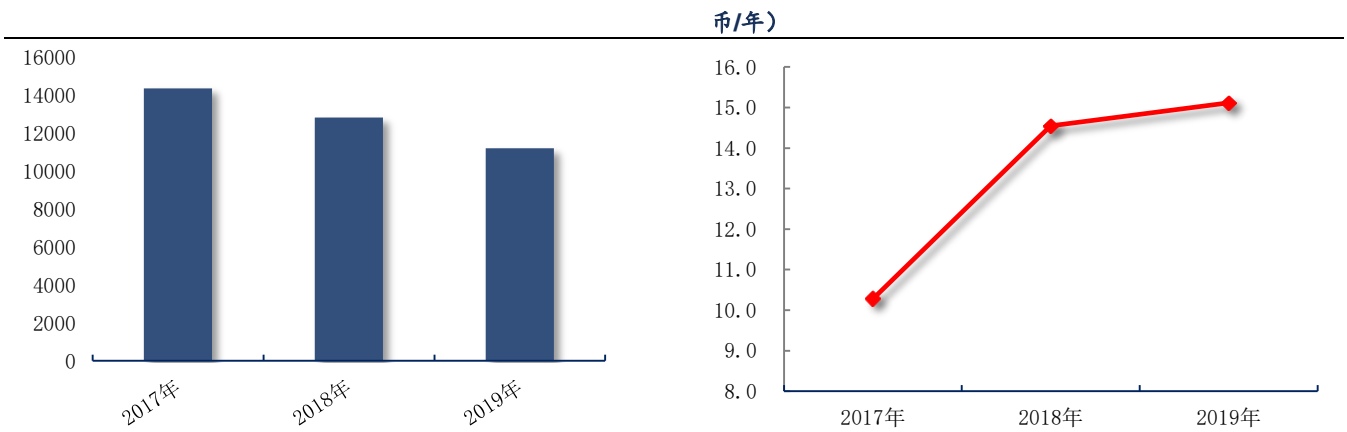
姓名	性别	年龄	职位	从业履历
潘东	女	55	董事会主席/执行董事兼首席技术官	曾任华南师范大学教师, 97 年加入本集团
罗秋平	男	57	执行董事兼首席执行官	曾任道明公司总经理, 94 年加入本集团
罗东	女	47	执行董事兼首席供应官	曾任道明公司项目开发工程师, 05 年加入本集团
潘国栋	男	41	执行董事/首席财务官兼公司秘书	曾任毕马威、中信嘉华银行等, 20 年加入本集团
肖海珊	女	44	执行董事兼首席运营官	曾任职于广州先基管理公司, 11 年加入本集团
刘志强	男	38	电商中心总经理	06 年加入本集团
陈明亮	男	43	经销中心总经理	05 年加入本集团
郑翔龙	男	42	研发技术中心总经理	05 年加入本集团, 为国家知识产权局专利审查技术专家、中国洗协专家委员会会员
林尚鹏	男	56	蓝月亮洗涤研究院院长	05 年加入本集团, 为广州市质量技术监督局标准化专家
闵建华	男	37	产品中心总经理	07 年加入本集团
曾立群	男	38	传播中心总经理	曾任职于顶圆食品、加多宝(中国), 18 年加入集团
徐玉玲	女	58	公共事务部总经理	曾任职于康海企业发展有限公司, 05 年加入本集团

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司 18 年以来人员持续优化, 人均薪酬有所提升。截止 2019 年员工数量为 11196 人, 较 17 年有所优化, 人员数量减少 3166 人, 主要在于线下渠道改革带来的销售人员优化; 截止 2019 年公司剔除研发人员员工薪酬为 15.1 万港币/年(采用当年成本费用中员工薪酬及福利除以当年员工数量), 17-19 年复合增速为 21%, 员工激励持续增长。

图 3: 2017 年-2019 年公司员工数量变化

图 4: 2017 年-2019 年公司剔除研发人员人均薪酬 (万港



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

募集资金超过 95 亿港币, 主要用于产能扩充及营销推广。2020 年 12 月 16 日, 公司港交所上市, 发行价为每股 13.16 港币, 募集资金净额为 95.76 亿港币。根据公司募集资金用途: 1) 35.6% 的资金比例用于现有工厂产能扩充及湖北或河南地区新建厂房, 根据公司规划, 待新的生产设备及厂房设施和新工厂建造完成将逐步增加折旧费用, 预计 20 年-25 年每年折旧增加 1.32 亿港币, 自 26 年起每年折旧增加 2.96 亿港币。2) 52.4% 的资金比例用于营销推广, 主要分为赞助电视节目广告、线上营销投入、线下直销大户及分销商投入等。3) 2% 的资金比例用于研发投入。

表 3: 公司募集资金用途说明

项目	分配比例	拟投入金额 (百万港币)	明细用途
产能扩充及洗衣业务	35.6%	2,320	产能扩充 (包括购买设备及机器)
		392	在湖北省或河南省设立一间新工厂
		312	发展洗衣业务
营销推广投入	52.4%	984	明星代言及赞助电视节目广告等
		1366	线上直播及广告项目
		762	线上渠道营销投入
		837	线下直销大户投入
		358	线下分销商投入
		146	线上线下营销活动
运营资金及其他	10.0%	849	—
研发投入	2.0%	166	—

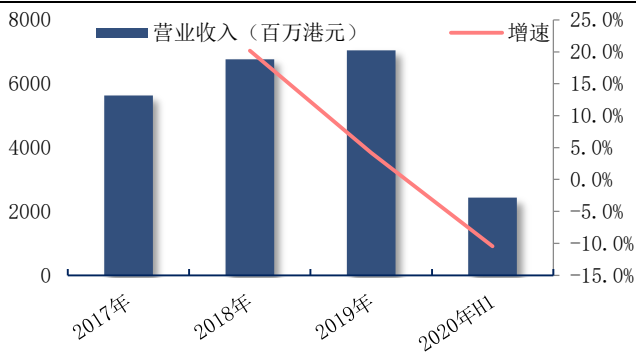
数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心 (拟投入金额根据 11.68 港币/股价格计算)

1.2 财务分析: 净利率提升带动业绩快速增长, ROE 处于提升期

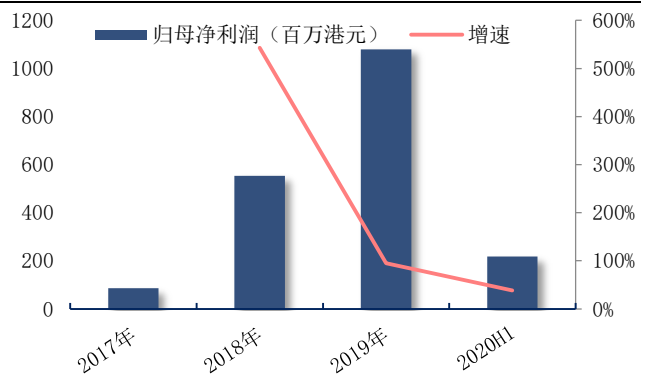
公司 17-19 年收入双位数平稳复合增长, 归母净利率提升带动业绩快速增长。公司 2019 年收入规模 70.5 亿港币, 17-19 年复合增速为 12%, 19 年收入增速放缓至个位数, 主要在于伴随线上占比提升线上增速放缓至 22%, 同时 18 年下半年以来优化线下分销商, 短期有所冲击导致 19 年分销渠道下滑 16%。公司 2019 年归母净利润规模为 10.8 亿港币, 17-19 年复合增速为 254%, 得益于利润率提升业绩大幅增长。受疫情影响, 今年上半年收入下滑 10.5% 至 24.4 亿元, 主要在于出行减少降低衣物清洁需求, 归母净利润增长 38.7% 至 2.2 亿元, 主要受益于毛利率的持续提升及销售费率下降, 净利率提升 4.4pct。

图 5: 2017 年-2020H1 收入及增速

图 6: 2017 年-2020H1 归母净利润及增速



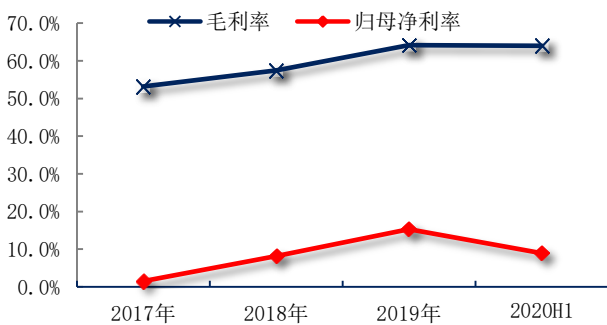
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

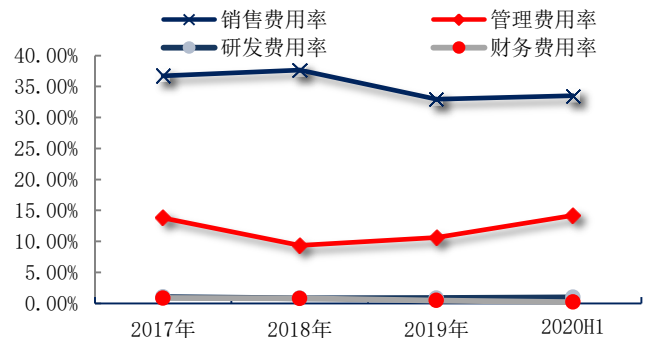
原材料成本下降及产品结构优化带动毛利率提升，费用投放优化净利率持续提升。公司2019年归母净利率为15.3%，较上年同期提升7.1pct，今年上半年继续同比提升4.4pct至12.4%，盈利水平持续提升主要得益于：1) 受益于原材料价格下降、生产效率提升以及高毛利产品占比提升，17年至19年毛利率提升11pct至64.2%，其中主要原材料棕榈油及LDPE材料同期价格复合下降幅度分别为8%与9%；2) 19年以来销售费用率持续优化，主要在于广告推广费用及人工费用的优化。

图 7: 2017年-2020H1 毛利率及归母净利率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 8: 2017年-2020H1 期间费用率

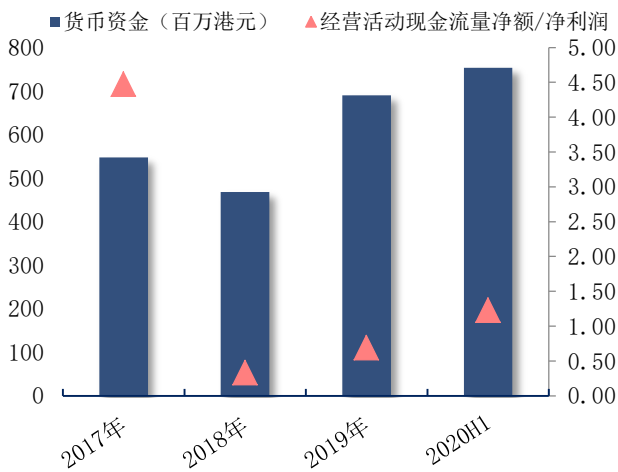


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

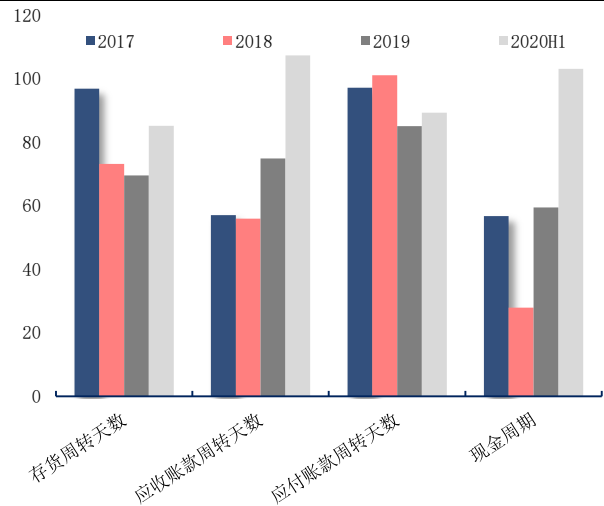
创造现金流能力逐步改善，存货周转效率提升加快资金周转。现金创造能力方面，2019年经营活动现金流净额与归母净利润比重约0.7，主要受应收款周转放慢拖累（20年春节提前带来19年年底应收款增加），环比有所改善。值得注意的是，公司17年以来存货周转效率持续优化，19年存货周转天数仅70天，主要得益于公司信息化改造，CRM系统洞察分销售库存及线上消费观察提升终端需求预测能力，优化采购与生产管理，加快周转效率。

图 9: 2017年-2020H1 货币资金及现金流情况

图 10: 2017年-2020H1 现金周期情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利水平提升带动 ROE 持续改善。公司 2019 年净资产收益率为 45.7%，较上年显著改善，主要得益于净利率水平提升；融资后短期影响资产周转效率，未来产能释放及营销投入加大有望带来净资产收益率的恢复。

表 4：公司 2017-2020 上半年 ROE 变化情况

	2017 年	2018 年	2019 年	20H1
ROE (%)	6.3	34.3	45.7	10.2
—销售净利率 (%)	1.5	8.2	15.3	12.4
—资产周转率		1.6	1.5	0.5
—权益乘数	3.2	2.7	2	1.6

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3 业务分析：衣物清洁为主，线上高渗透率

1.3.1 品类分析：衣物清洁为主，洗衣液大单品销售稳定，个护家居清洁毛利率更佳

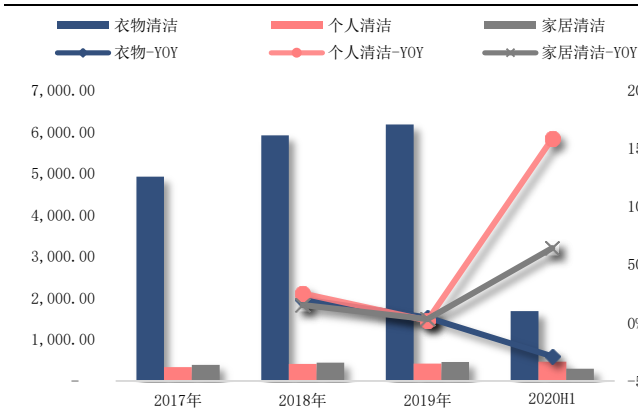
公司以销售衣物清洁品类为主，多品类延展正在进行。公司主要分三大产品类型：

1) 衣物清洁：2019 年销售收入为 61.8 亿港元，17-19 年复合增速为 12%，占总收入比重 87.6%，其中畅销产品系列深层洁净洗衣液、双用型洗衣液、洗衣助剂 19 年销售收入占比衣物清洁收入分别为 65.7%、5.3%、5.9%，整体 SKU 较少，畅销产品销售比重高。

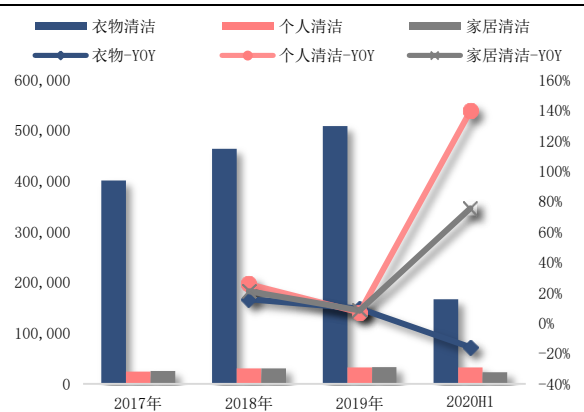
2) 个人清洁：2019 年销售收入为 4.2 亿港元，17-19 年复合增速为 13%，占比总收入 5.9%，其中畅销产品抑菌洗手液 19 年收入占比个人清洁产品收入的 81.1%，近三年占比提升 9pct。

3) 家居清洁：2019 年销售收入为 4.5 亿港元，17-19 年复合增速为 9%，占比总收入 6.4%，其中厨房清洁剂、茶语洗洁精、卫诺洁厕 19 年收入分别占家居清洁收入的 22.6%、15.8%、13.2%，品类相对丰富，尚未发力。

销量驱动为主，均价提升贡献有限。从量价角度，公司收入以销量驱动为主，单一产品系列提价以及结构提升贡献有限：1) 2019 年公司产品销量为 57.4 百万公斤，17-19 年复合增速为 13%；2) 2019 年公司产品平均销售价格为 12.3 港币/公斤，17-19 年复合增速为 -1%，整体平稳。

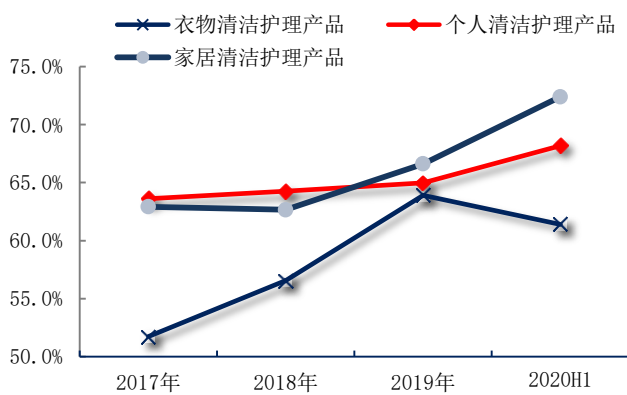
图 11：2017 年-2020H1 分产品收入及增速（百万港币）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

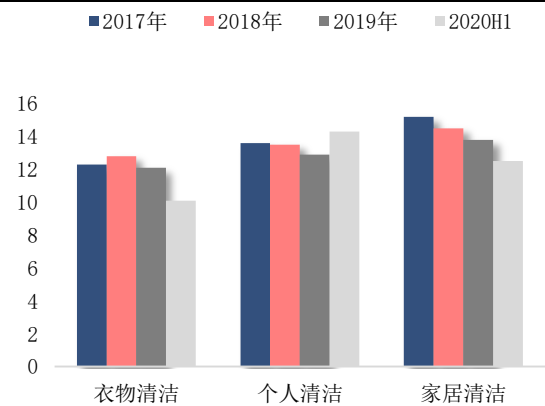
图 12：2017 年-2020H1 分产品销量及增速（千公斤）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

个人清洁及家居清洁品类毛利率更高，原材料价格下降带动各品类成本价下降提升毛利率。2019 年公司衣物清洁、个人清洁、家居清洁产品毛利率分别为 63.9%、65%、66.6%，较 17 年分别提升幅度为 12.2pct、1.4pct、3.7pct，个人清洁及家居清洁因产品定位及品类竞争拥有更高毛利率。各品类毛利率快速提升主要在于成本价下降，公司平均单位成本从 2017 年的 5.9 港币/公斤下降至 4.4 港币/公斤，其中仅化学品单位成本从 2.8 港币/公斤下降至 2.0 港币/公斤；个人清洁及家居清洁类毛利率提升较低在于近两年出厂价有所下降。

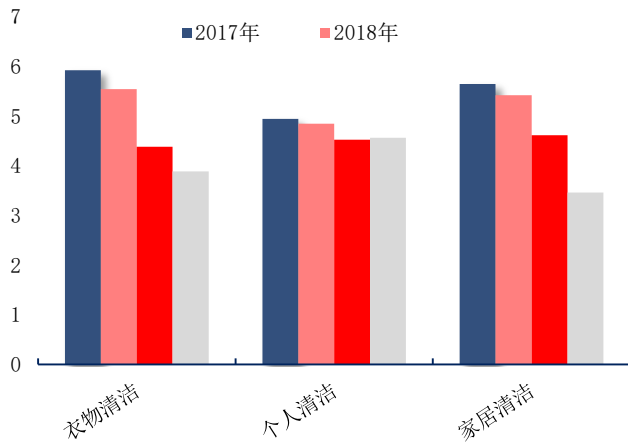
图 13：2017 年-2020H1 分产品毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14：2017 年-2020H1 产品销售价格（港币/公斤）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：2017 年-2020H1 分产品成本价格（港币/公斤）

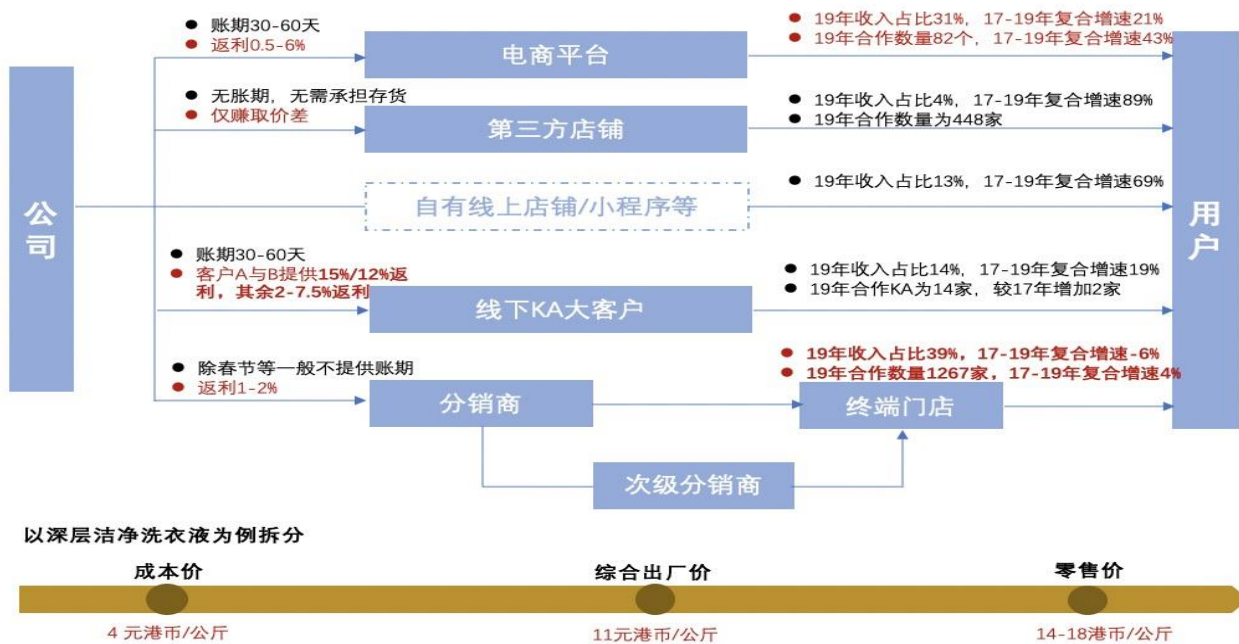


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.3.2 渠道分析: 线上渠道快速渗透拉动收入增长, 线下渠道步入扩张期

公司渠道分为线下分销、线下大客户直销、线上销售三大块。具体而言:

图 16: 公司渠道分部整体情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1) 线上渗透率高达 47.2%，成为拉动收入增长的重要因素

2019 年线上渠道收入为 33.3 亿元, 占收入比重为 47.2%, 17-19 年复合增速为 33.5%, 受益于线上快消品类目渗透率提升, 电商平台助力品牌触达更多用户, 线上渠道引领收入增长。线上渠道分为三种运营模式:

➤ 品牌直供电商平台模式

线上销售第一种模式起源于 2012 年, 由公司将产品直接销售给如天猫超市、京东自营等电商平台, 一般给予 30-60 天账期, 超过销售目标可给予 0.5-6% 返利。2019 年该模式实现收入 21.7 亿港元, 占线上收入比重为 65%, 17-19 年收入复合增速为 21.1%。近年来合作电

商平台数量增加助力品牌终端用户触达，截至2019年合作电商平台数量为82家，较2017年增加42家，前五大客户占比下降，自2016年以来加大对中小型电商平台的开发，抓取线上渗透红利。

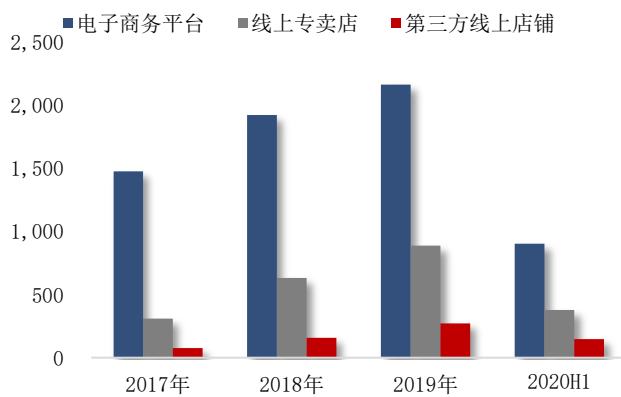
➤ 线上自营模式

线上销售第二种模式为自营模式，公司通过自有团队在天猫、京东等电商平台开设店铺以及月亮小屋程序（2015年8月）、至尊洗衣应用程序（2016年9月）将产品直接销售给用户。2019年该模式实现收入为8.9亿港元，占比线上收入比重的26.7%，17-19年收入复合增速为69.2%，是公司唯一直接对接消费者渠道。

➤ 线上第三方店铺渠道

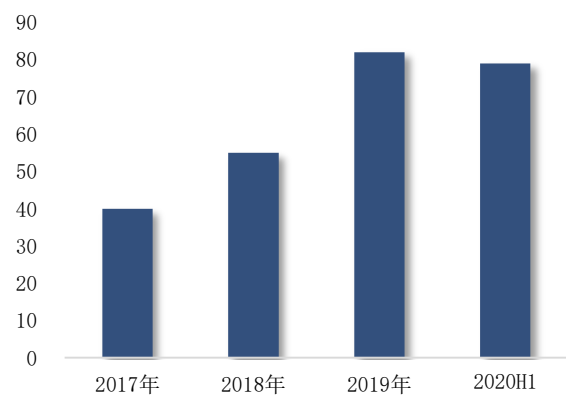
线上销售第三种模式为类代销模式，2016年开始推行，公司通过电商平台第三方店铺销售商品，第三方店铺不承担库存，用户在第三方店铺下单后直接将订单传至公司，由公司直接发货。该模式加大品牌线上流量获取，同时类直营模式有助于线上价格管控。2019年该模式实现收入为2.7亿港元，占比线上收入的8%，17-19年复合增速为88.5%，为增速最快的渠道。

图 17: 2017 年-2020H1 线上渠道分类型收入 (百万港币)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 2017 年-2020H1 线上合作平台数量 (个)



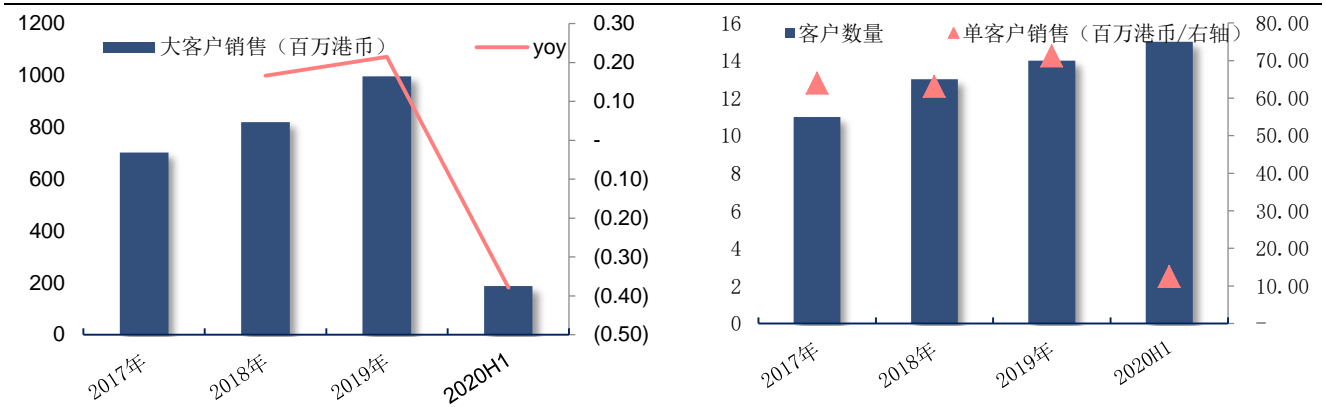
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) 线下大客户继续扩展, 单客户销售开始回升

线下大客户渠道是公司将产品销售给大润发、沃尔玛、家乐福等大卖场或大型超市，并派驻促销人员协助终端销售，一般给予客户30-60天账期，除个别客户可获得15%或12%返利外，一般返利区间为2-7.5%。2019年公司线下大客户收入为10.0亿港元，收入占比收入14%，17-19年收入复合增速为19%，是线下增速最快的渠道。15年公司与个别大型卖场合作有所变化，17年以来线上大卖场合作逐渐恢复，且近两年客户有所延展，截止20年上半年合作客户数量为15家；同时，伴随推广力度加大，单客户销售提升，19年单客户销售额为0.71亿港元，同增13%。

图 19: 2017 年-2020H1 线下大客户收入及增速

图 20: 2017 年-2020H1 线下大客户数量及平均销售额



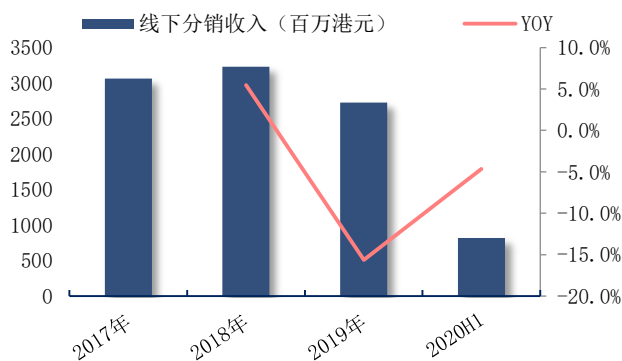
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3) 分销渠道为线下主力渠道, 处于优化阶段

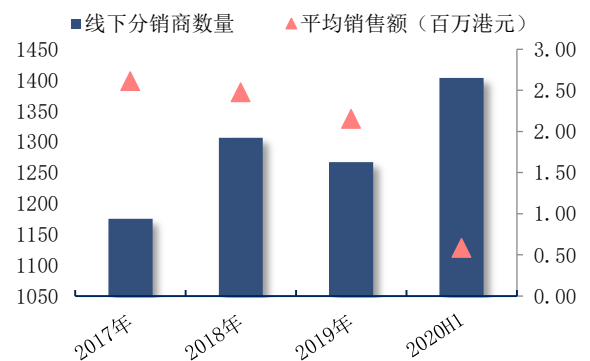
线下分销渠道是公司将产品买断给分销商, 分销商直接卖给诸如小型超市、便利店、杂货店、社区店等终端网点或者通过次级分销商卖给终端网点; 一般除春节等特殊档期公司不予分销商账期, 返利金额为 1-2%。2019 年线下分销渠道收入为 27.3 亿港元, 收入占比收入 39%, 17-19 年收入复合增速为 -5.7%, 是最大的单一渠道。近三年该渠道销售平淡, 主要在于: 1) 18 年下半年以来着力分销商优化, 即终止合作不佳的分销商并寻找新分销商; 2) 16 年 9 月以来上 CRM 系统管理分销商库存及动销, 少数分销商优化库存过程影响动销。截止 20H1 公司线下分销商为 1403 个, 覆盖全国所有省份超过 2600 个区域, 70% 以上的分销商分布在三线及三线以下的城市。

图 21: 2017 年-2020H1 线下分销商收入



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 2017 年-2020H1 线下分销商数量及平均销售额



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.3.3 产能及费用: 人力、仓储物流以及广告开支享受规模效应带动成本费用优化

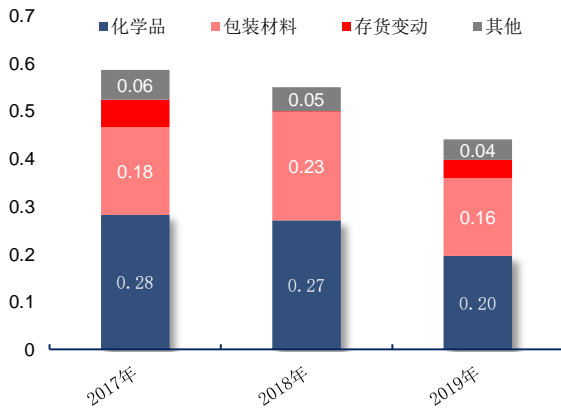
公司产品自产为主, 拥有仓库及物流配送体系, 固定单位成本持续下降。目前公司在全国拥有广州、天津、昆山、重庆 4 大生产基地, 拥有 119.7 万吨产能, 满足生产需求; 同时, 公司在全国 10 个省份设置 10 个前线仓库, 提升仓储物流效率。截止 2019 年, 公司自有产能利用率为 46.8%, 未来伴随销量扩充产能可满足公司扩大是市场需求; 剔除原材料波动对生产成本的影响外, 制造费用、人工、折摊等固定成本持续享受规模效应, 截止 2019 年该项成本为 433 元/吨, 17-19 年复合增速为 -16%。

图 23: 公司工厂分布情况



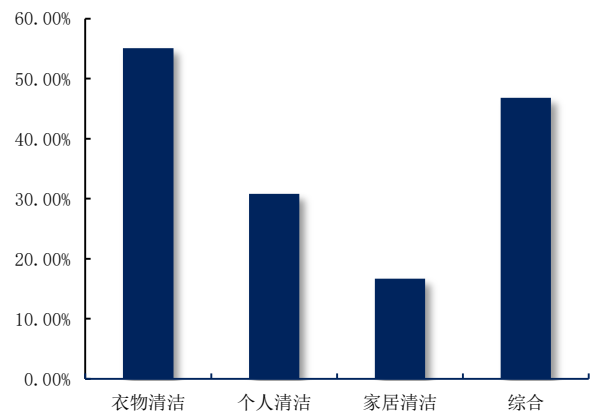
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 公司产品单位成本项目拆分 (万元/吨)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 25: 2019 年公司产品产能利用率情况

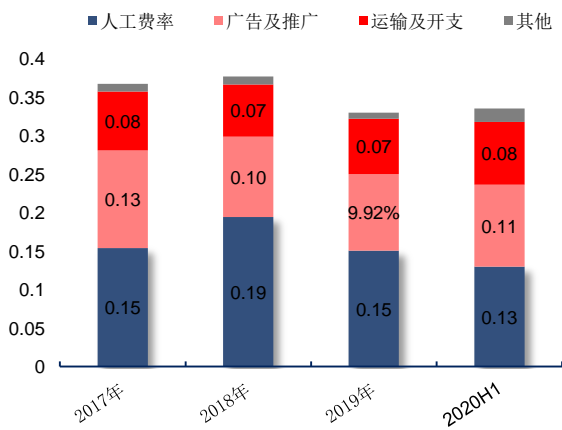


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

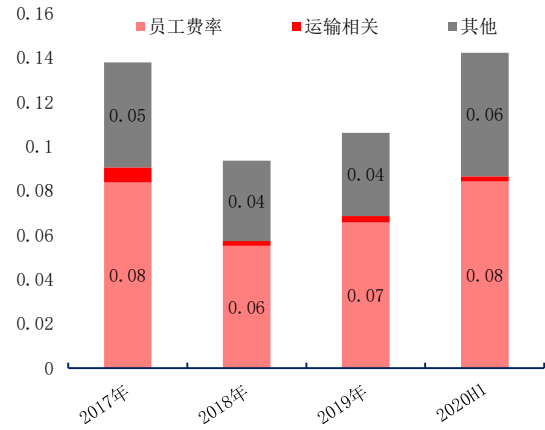
受益于人力成本的优化、仓储物流以及硬广开支的规模效应, 公司费用率持续获得优化。公司销售管理费用主要构成为人工费用、广告及推广开支以及运输仓储开支: 1) 截止 2019 年, 公司人员费用占比收入比重为 22.6%, 较 17 年下降 2.1pct, 主要得益于销售人员的优化, 其中销售人员数量从 17 年的 10432 人下降至 19 年的 7305 人; 2) 截止 2019 年, 公司广告及推广费率为 9.9%, 较 17 年下降 2.8pct, 主要得益于硬广等广告开支的规模效应, 19 年其广告开支费率为 5.7%, 较 17 年下降 3.1pct; 3) 截止 2019 年, 公司运输仓储开支费率为 7.5%, 较 17 年下降 0.8pct, 受益于自建物流体系的规模效应逐步形成以及快递投放效率提升, 公司仓储物流费率获得优化。总体上, 未来伴随公司销量扩大及物流等体系效率提升, 公司费用率仍有优化空间。

图 26: 2017 年-2020H1 销售费率明细拆分

图 27: 2017 年-2020H1 管理费率明细拆分

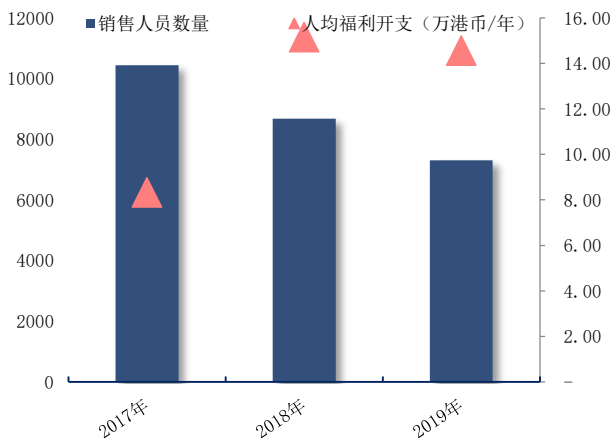


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



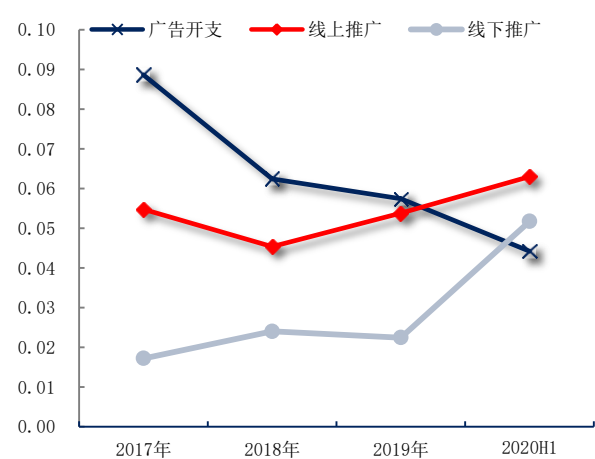
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 2017-2019 年销售人员及薪酬变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 2017 年-2019 年广告开支占比收入、线上推广占比线上收入、线下推广占比线下收入变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

行业分析

1.1 品类升级及新产品普及率提升助力家清行业平稳增长, 对标日美提升空间大

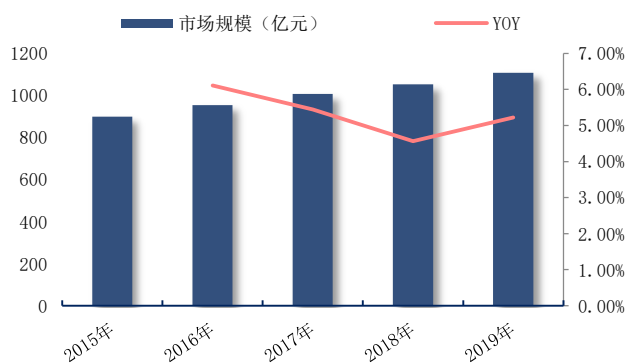
家庭清洁行业市场规模超千亿, 步入低速增长阶段, 家居清洁引领行业增长。根据 Frost&Sulliva 数据 2019 年中国家庭清洁行业市场规模为 1108 亿元, 同比增长 5.2%, 15-19 年复合增速为 5.3%, 行业步入低速增长阶段。家庭清洁行业细分为三个主要市场, 所处阶段有所差异, 具体而言:

1) 衣物清洁行业: 2019 年衣物清洁行业市场规模为 678 亿元, 占比家庭清洁行业市场规模的 61.2%, 15-19 年行业复合增速为 4.8%, 是家庭清洁行业最大的细分市场, 进入平稳增长阶段;

2) 家居清洁行业: 2019 年家居清洁行业市场规模为 335 亿元, 主要分为厨卫清洁、地板家具等清洁, 占家庭清洁行业市场规模的 30.2%, 15-19 年行业复合增速为 7.4%, 是家庭清洁行业增速最快的细分市场;

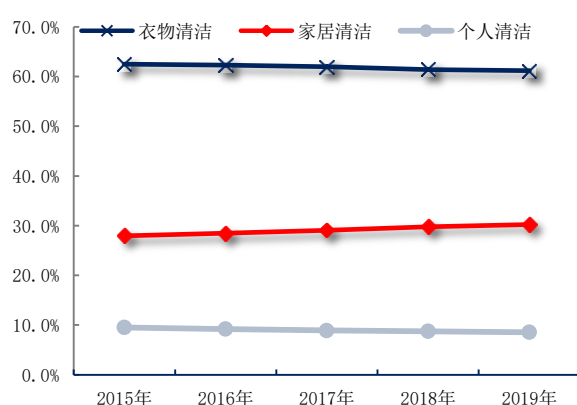
3) 个人清洁行业: 2019 年个人清洁行业市场规模为 95 亿元, 主要为洗手液、香皂等身体清洁市场(未涉及洗护产品, 如沐浴露等), 占比家庭清洁行业市场规模的 8.6%, 17-19 年复合增速为 2.5%, 是家庭清洁行业细分市场最小且增速最慢的子行业。

图 30: 家庭清洁行业市场规模及增速



资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

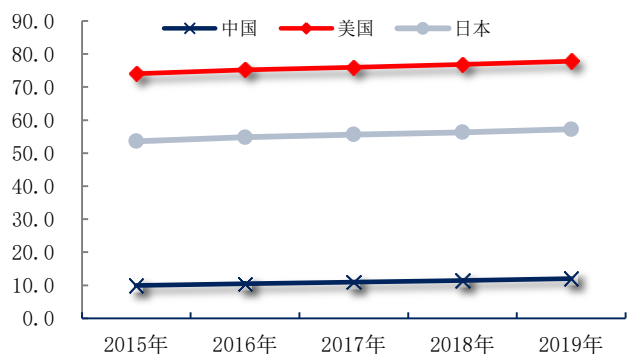
图 31: 家庭清洁行业细分结构及变化



资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

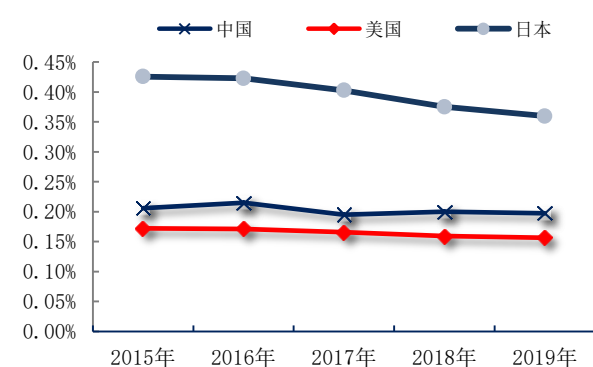
家庭清洁产品人均消费水平与国际对标尚在低位, 存在提升空间。根据 Frost&Sulliva 数据, 2019 年中国人均家庭清洁产品消费支出为 12 美元/年, 占比中国人均可支配收入 0.2%; 同期日本及美国人均清洁产品消费支出为 57 美元、78 美元, 占比人均可支配收入 0.36%、0.16%。相较于发达市场, 我国当前家庭清洁支出处于低位, 近几年人均家庭消费支出提升主要受益于人均可支配收入提升, 相比于日本市场超过 0.35% 的可支配收入占比, 我国人均清洁支出存在较大提升空间。

图 32: 中国、日本、美国家庭清洁产品人均消费支出比较(单位: 美元/年)



资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

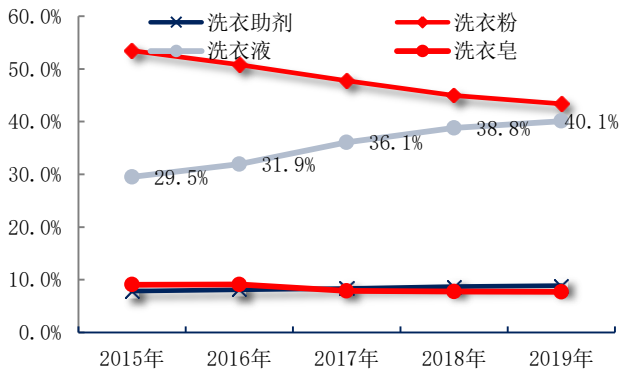
图 33: 中国、日本、美国家庭清洁产品人均消费支出占人均可支配收入



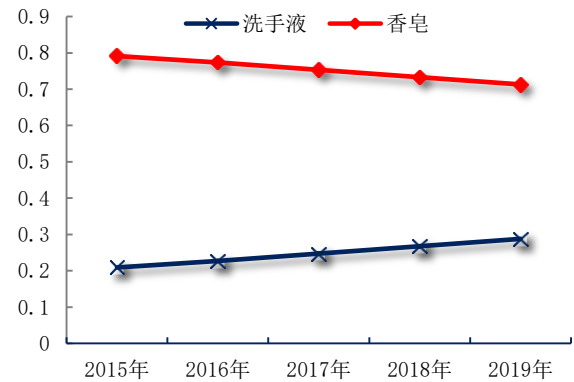
资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

驱动因素一: 技术升级驱动品类迭代, 助力人均消费水平提升

洗衣液、洗手液等消费升级品类渗透率提升, 逐步替代传统产品。以衣物清洁行业为例, 2008 年以来, 洗衣液凭借保护衣物纤维、低生产及用水能耗等多重优势在品牌商的消费者教育下逐步替代洗衣粉, 截止 2019 年洗衣液市场规模达 272 亿元, 占比衣物清洁行业市场规模的 40.1%, 15-19 年细分行业复合增速为 13.1%, 远超衣物清洁行业增速。以洗手液为例, 自 2003 年非典以来, 洗手液相较于香皂具备不交叉使用等优势获得消费者青睐, 渗透率不断提升, 截止 2019 年洗手液市场规模为 27 亿元, 占比个人清洁市场规模 28.7%, 15-19 年复合增速为 11%。

图 34：衣物清洁市场结构情况


资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

图 35：洗手液占比个人清洁行业比重


资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

相比于洗衣粉，洗衣液单位价格明显提升。同品牌的洗衣液产品与洗衣粉产品相比，单位价格显著提升，以立白洗衣液与洗衣粉单位价格为例，根据天猫超市价格，立白洗衣粉为 8-9 元/kg，而立白洗衣液价格约 12 元/kg，单位价格溢价率超过 40%。

表 5：以立白品牌洗衣清洁用品为例比较洗衣液与洗衣粉价格

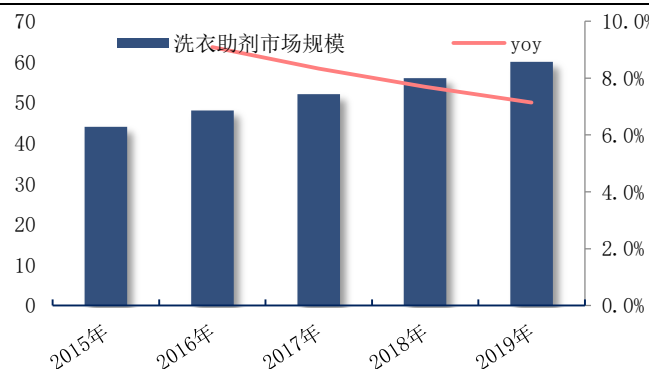
洗衣粉系列	规格	价格	单位价格	产品系列	规格	价格	单位价格	溢价率
天然亮白	5kg	39.9 元	7.98 元/kg	亮白护色	8kg	99 元	12.4 元/kg	43.7%
超清新	3.5kg	30.9 元	8.83 元/kg	全效馨香	5.1kg	59.9 元	11.7 元/kg	

数据来源：天猫超市，信达证券研发中心（数据来源于 2020 年 12 月 19 日）

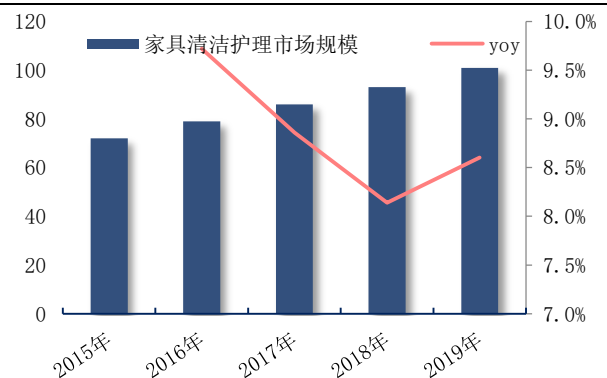
相较于美国、日本等发达市场洗衣液渗透率已达 100%，我国洗衣液渗透率具备翻倍提升空间，伴随我国居民消费水平提升及用户习惯的逐步形成，未来洗衣液替代洗衣粉趋势仍将持续，细分品类具备更高成长性。

驱动因素二：品类丰富化带来人均消费量提升

洗衣助剂、地板清洁剂等品类丰富化，增加消费者消费品类，助力市场扩容。伴随厂家品类创新及营销推广教育用户行为，家庭清洁品类不断丰富化，提升居民家庭清洁产品消费量。以衣物清洁为例，近年增加洗衣柔顺剂、洗衣消毒剂等新品类，增加单次衣物清洁用量，截止 2019 年洗衣助剂市场规模为 60 亿元，占比衣物清洁 8.8%，为衣物清洁市场扩容。此外，地砖/地板等家具清洁品类正处于渗透，伴随消费需求提升品类丰富化不断推进，截止 2019 年，家具清洁市场规模为 101 亿元，15-19 年复合增速为 8.8%，占据家居清洁 30% 以上份额，未来伴随品类普及渗透率提升可期。

图 36：洗衣助剂市场规模及增速（单位：亿元）


资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

图 37：家具清洁护理行业规模（单位：亿元）


资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

未来5年家居清洁行业可维持10%左右增长，家具护理、洗手液、洗衣液将远好于行业增速，超过15%。根据Frost&Sulliva未来五年对家庭清洁行业市场规模预测，到2024年行业规模将达1700亿左右，年均超过10%的复合增速。其中家具清洁品类、洗衣液细分子品类享受人群渗透率持续提升及产品升级等多重红利，远好于行业整体增长，复合增速可达30%、17%，成为家庭清洁行业兼具规模体量及增速的类目。

表6：未来五年内家庭清洁行业细分市场成长性

品类	19年市场规模(亿元)	15-19年复合增速	2024年预测规模(亿元)	19-24年复合增速
洗衣液	272	13%	515	17%
柔顺剂	60	8%	91	11%
其他	346	0%	364	1%
衣物护理合计	678	—	970	9%
厨房护理	190	6%	201	1%
家具护理	101	9%	287	30%
厕所清洁	44	9%	67	11%
家居护理合计	335	—	555	13%
洗手液	27	11%	84	33%
香皂	68	0%	67	0%
个人护理合计	101	—	151	11%

资料来源：FROST&SULLIVA，信达证券研发中心

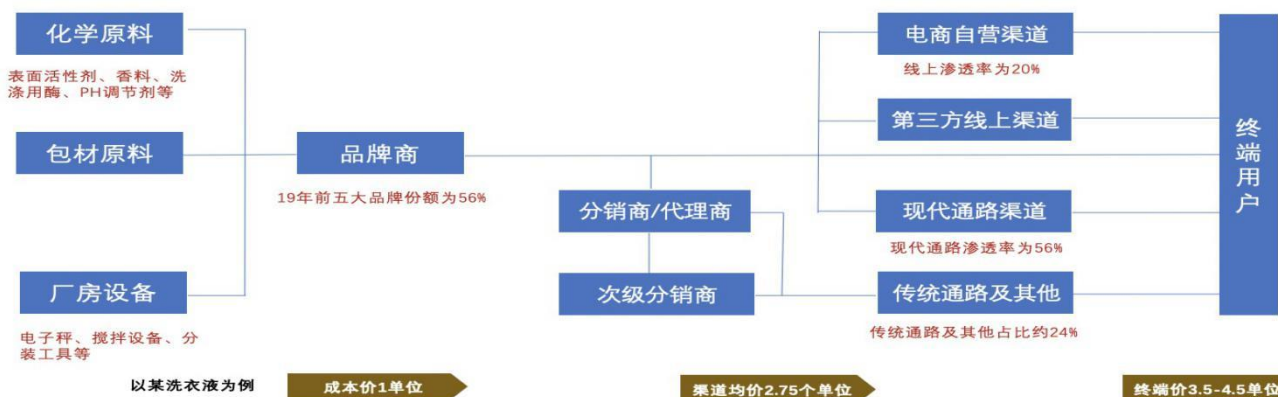
2.2 产业链分析：品牌商占据价值链最高比例，线上渗透率持续提升

家庭清洁行业参与者主要分为原料供应商、品牌商、渠道商及终端用户。

(1) 原料商环节

家庭清洁类产品原料包括化学原材料及包装材料，通过搅拌机 etc 生产设备结合厂家独特专利技术生产而成。以衣物清洁为例，一般化学成分由油质皂基、表面活性剂、生物酵素、水软化剂、香氛等组成，其中皂基为主要化学原料，通过棕榈油或椰子油提取而成；包装材料主要为塑料相关材料、纸箱等。同时，洗洁精、洗手液等品类与洗衣液存在部分原材料及包材端协同效应，表面活性剂等存在差异。以蓝月亮深层洁净洗衣液为例，化学原材料及包材占比终端市场价值20-30%左右，占据产业链较高价值量。

图38：家庭清洁行业产业链图谱

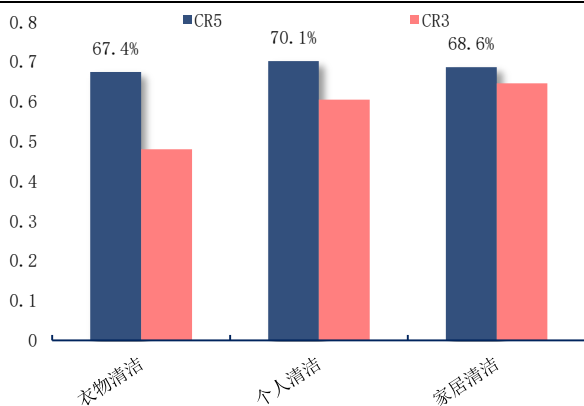


资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

(2) 品牌商环节

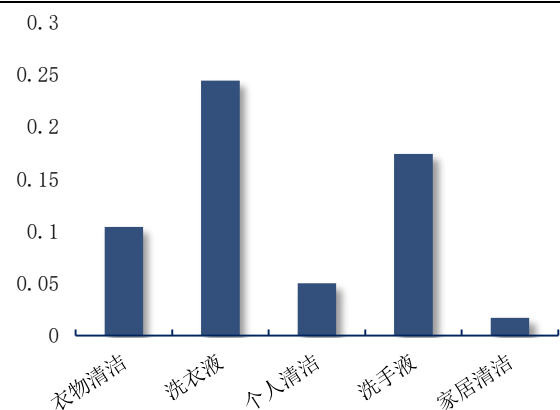
品牌商集中度较高，占据价值链最高比重。家庭清洁产品行业参与者较多，主要有宝洁、联合利华、威莱、强生等外资企业以及立白、纳爱斯、蓝月亮、和记黄埔等内资企业。家庭清洁行业不同类目公司集中度较高，但竞争结构差异较大。根据 Frost&Sulliva 2019 年数据，衣物清洁、个人清洁、家居清洁三大细分子行业前五大公司份额分别为 67.4%、70.1%、68.6%；但内部结构而言，立白集团以超过 20% 份额居衣物清洁行业榜首，相较于个人清洁及家居清洁行业龙头企业 49% 及 32% 份额集中度稍逊色。以蓝月亮深层洁净洗衣液为例，品牌商占据终端市场价值 40-50% 左右，拥有全产业链最高价值量占比。

图 39：衣物清洁、个人清洁、家居清洁 2019 年前五大公司市场份额



资料来源：FROST&SULLIVA，信达证券研发中心

图 40：蓝月亮 2019 年在衣物清洁、个人清洁、家居清洁三大细分市场



资料来源：FROST&SULLIVA，信达证券研发中心

表 7：家庭清洁领域头部国货集团基本情况

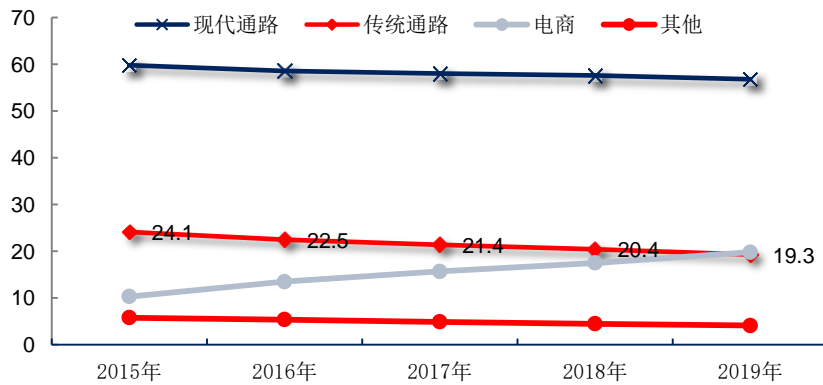
公司	成立时间	品牌	涉足领域	财务规模	其他
立白集团	1994 年	立白、好爸爸、六必治、超威、贝贝健、高姿等，6 个自营品牌，15 个代营品牌	织物洗护、餐具清洁、家居清洁、口腔护理、头发护理等	18 年收入 210.7 亿元	9 大生产基地，1 万余名员工
纳爱斯集团	1968 年	雕牌、纳爱斯、超能、妙管家、李宇、100 年润发、西亚斯等 11 个品牌	织物洗护、餐具清洁、家居清洁、口腔护理、头发护理等	18 年收入 230.4 亿元	7 大生产基地，2 万余员工
蓝月亮	1992 年	蓝月亮、卫诺、净享等品牌	织物洗护、个人清洁、家居清洁	19 年收入 70 亿港元	4 大生产基地，1 万余员工

资料来源：中商网，立白集团官网，纳爱斯集团官网，信达证券研发中心

(3) 渠道商环节

线上渗透率持续提升，大卖场超市以超过 50% 占比为体量最大渠道。根据欧瑞咨询，家庭清洁护理行业渠道分为现代通路（以超级市场及大卖场为主）、传统通路（便利店、杂货店等各种线下门店）、电商以及直销、洗衣店等其他销售渠道构成。截止 2019 年，线上渠道销售占比为 20%，较 15 年提升 9.5pct，是增速最快的渠道；现代通路渠道销售占比 57%，较 15 年下降 3.0pct，仍为销售比重最高的渠道；传统通路渠道销售占比 19%，较 15 年下降 4.8pct，受线上化及现代通路冲击，占比下降较高。

图 41：家庭清洁行业渠道结构及变化（单位：%）



资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

家庭清洁行业渠道层级较为精简, 且品牌商承担较高人力及仓储配送职能, 渠道商占比产业链价值量占比低于品牌商。一般而言, 家清行业品牌商直接对接大型 KA 客户及线上大客户, 层级设置精简; 同时代理商职能以配送商为主, 品牌商承担较高终端人力成本及仓储物流成本, 渠道商占据产业链价值量远低于品牌商, 以较快的周转提升投资回报率。

2.3 品类升级及多品牌布局将助力品牌商格局集中, 行业集中度提升大有可为

受益于品类升级迭代及多品牌布局, 衣物清洁行业竞争格局持续优化, 国产替代进程持续推进。目前衣物清洁领域份额前列的公司为广州立白、浙江纳爱斯、美国联合利华、美国宝洁、广州蓝月亮、广州威莱集团, 2019 年份额分别为 19.3%、17.9%、12.0%、11.3%、9.6%、3.8%, 相较于 2015 年份额变化幅度分别为+1.2pct、0.7pct、-0.2pct、0.8pct、2pct、1pct。头部品牌份额持续提升, 主要在于: 1) 洗衣液替代洗衣粉趋势过程中, 头部品牌拥有更强研发基础更迭产品且拥有更丰富资金实力进行市场宣传, 以立白为例, 2013 年立白洗衣液连续高价冠名我是歌手迅速打响品牌知名度, 借助渠道优势顺利进行品类升级; 2) 多品牌策略抢占新市场, 以威莱集团为例, 2015 年推出妈妈壹选品牌, 通过大型 KA 饱和广告投放等方式提升知名度, 为集团提升 1.3pct 份额。3) 电商化进程中, 率先抢占电商流量可获取先发优势。同时, 国产品牌表现突出, 国产替代持续推进。

表 8: 衣物清洁 2015-2019 年公司维度市场格局变化情况 (单位: %)

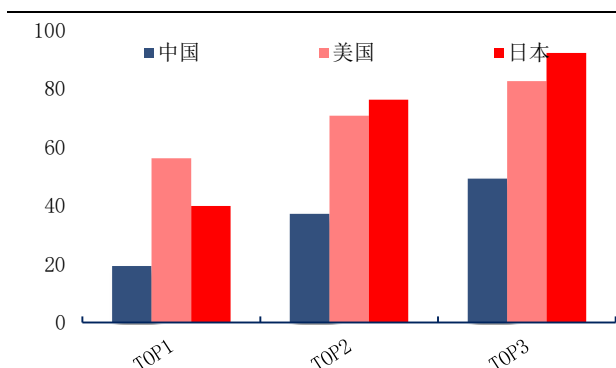
公司名称	主要品牌	2015	2016	2017	2018	2019	15-19 年份额变化
广州立白	立白、去渍霸	18.1	18.3	18.8	19.1	19.3	1.2
纳爱斯	雕牌、超能	17.2	18.2	18.5	18.2	17.9	0.7
联合利华	奥妙、金纺	12.2	12.1	12.1	12	12	-0.2
宝洁	汰渍、碧浪	10.5	10.5	10.5	11	11.3	0.8
广州蓝月亮	蓝月亮	7.6	6.4	8	9.3	9.6	2
威莱	妈妈壹选、威露士	2.8	2.9	3.1	3.5	3.8	1

资料来源: 欧瑞咨询, 信达证券研发中心

对标海外衣物清洁市场格局, 我国品牌商集中度具备较大提升空间。根据欧瑞咨询, 2019 年日本、美国衣物清洁行业第一大厂商分别为花王 (40%)、宝洁 (56%), CR3 分别

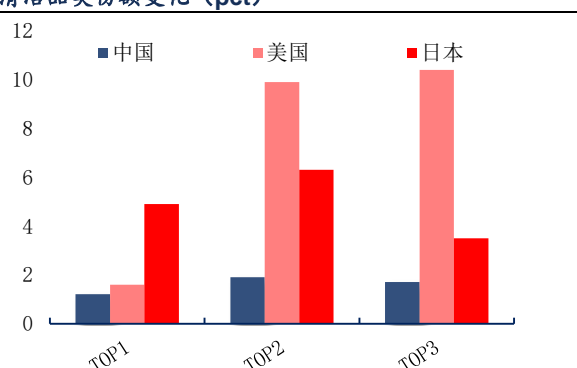
为 92%、83%，成熟市场衣物清洁行业为高度集中行业，且近 5 年行业集中度仍有进一步提升趋势；而中国市场 CR3 仅 49%，头部厂家凭借资金实力、渠道积累、技术革新可进一步获得市场份额，行业集中度具备较大提升空间。

图 42：2019 年中国、美国、日本衣物清洁集中度 (%)



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

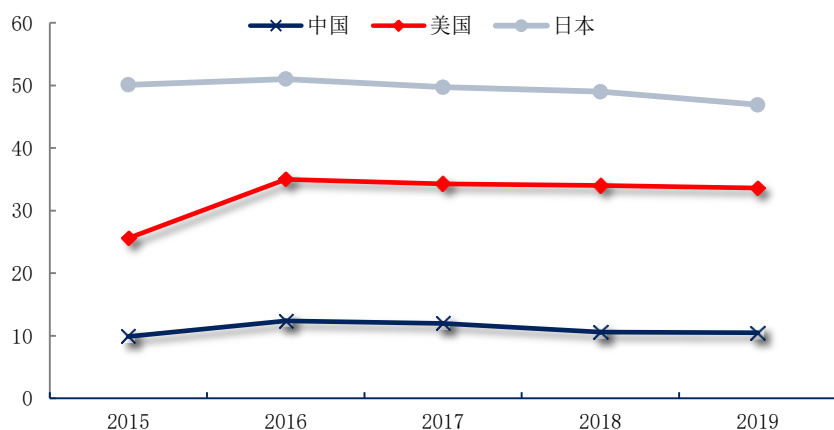
图 43：2015-2019 年中国、美国、日本龙头公司衣物清洁品类份额变化 (pct)



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

品类升级对市场格局影响深远，多品牌布局存在提升空间。家庭清洁行业品类升级及新品的培育是新进入者挑战市场格局最好时机，以品类变化少的厨具清洁剂为例，立白、雕牌占领厨具洗涤市场 50% 以上份额，15-19 年份额提升 4.1pct。衣物清洁领域产品更新迭代持续进行，为率先布局新品类的厂商提供机会。同时，国内通过多品牌战略提升份额处于初级阶段，2019 年中国、日本、美国份额前三公司市场率与份额前三的品牌商市占率之差分别为 10%、34%、47%，中国通过多品牌提升份额存在巨大空间。

图 44：中国、日本、美国市场公司份额前三与品牌份额前三差距 (%)



资料来源：欧瑞咨询，信达证券研发中心

竞争优势

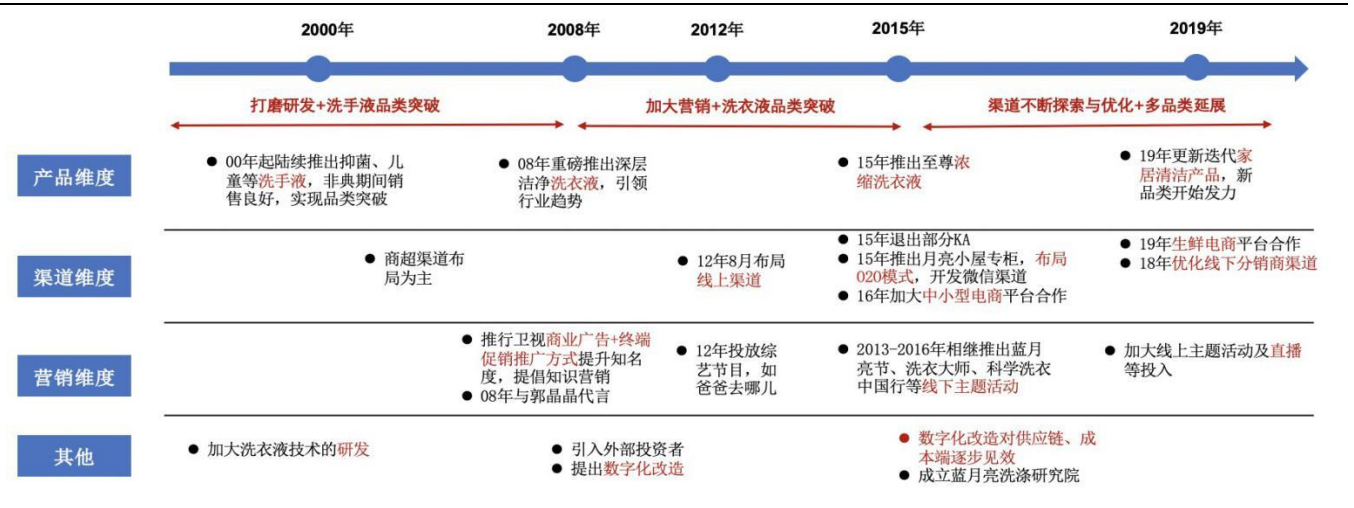
3.1 历史复盘：蓝月亮如何连续多年蝉联洗衣液第一

发展 28 余载公司步入渠道扩展与优化、品类升级与延展新阶段。公司成立于 1994 年，最早历史可追溯到 1992 年，至今拥有 28 年发展历史，整体上公司发展可大致分为三个阶段：

- **1992 年-2008 年，打磨洗衣液技术，洗手液品类行业领先。**2008 年之前，公司重点在产品上持续突破，具体而言：1) 1992 年蓝月亮推出首款产品强力型油污克星，

率先从厨房清洁类产品入手；2) 2000年推出蓝月亮洗手液，切入个人清洁领域；3) 同时，公司研发中心96年起致力于洗衣液研发及技术革新，旨在解决提升洁净能力、保护衣物纤维、降低生产及洗涤过程中能耗等难题，历时12年研发打磨推出首款洗衣液产品（蓝月亮深层洁净洗衣液），在衣物护理行业突破。从市场结果来看，洗手液借助非典期间需求增长及早于同业的布局，奠定蓝月亮在洗手液领域的领先地位；而油污清洁及家居清洁等品类早期普及率较低，未获得大规模增长。

图 45：从产品、渠道、营销等视角看公司发展历程



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

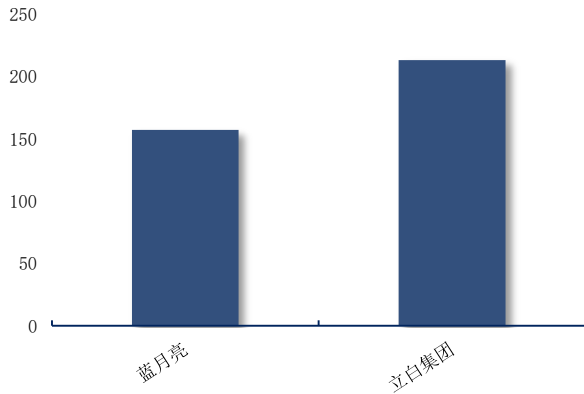
- **2009年-2015年：加大洗衣液营销推广力度，领先线上布局，洗衣液品类行业领先。**公司自2008年推出首款洗衣液产品以来，重心向洗衣液品类迁移，具体而言：1) 营销方面，借助奥运会热度聘请郭晶晶为代言人，09年起调整营销推广策略，采用“卫视商业广告+终端人员推广”的方式扩大品牌知名度，举办蓝月亮节、洗衣大师等年度线下主题活动，进行知识营销树立专业化品牌形象；2) 产品上，加大差异化产品推进，先后推出卫诺洗衣消毒液、亮白增艳洗衣液、蓝月亮衣物色渍净、宝宝专用洗衣液等产品，填补市场空白；3) 渠道上，抓住线下商超渠道优势，加大线上布局，12年开始与阿里、京东等重点平台合作，开设品牌旗舰店，抢占线上流量。根据欧瑞咨询，截止15年蓝月亮品牌挤进衣物护理行业品牌前五，七年实现份额从0到7.6%突破；同时，专注于卫浴清洁的品牌卫诺推出，以独立的品牌形象问世。
- **2016年至今：探索渠道优化及扩展，产品持续创新升级。**15年之后，公司开始探索新的渠道模式及产品形态，具体而言：1) 渠道方面，公司15年起探索类直营模式，推出月亮小屋社区专柜模式，旨在通过内部员工直接对接消费者，加深消费者直接接触及粘性；同时16年起加大与各类电商平台合作，增强线上布局，增加用户终端触点；2) 产品方面，公司15年推出至尊浓缩洗衣液，18年升级为至尊生物科技浓缩洗衣液，旨在引领新一轮行业趋势；同时19年更新迭代家居清洁等产品，如卫诺系列等，多品类发展步伐加快。

结合蓝月亮发展历程及行业演变，我们认为蓝月亮洗衣液自推出以来领先市场在于：1) 行业角度，品类升级大有可为，电视等商业广告传达效率高；2) 公司角度，产品创新与市场投放魄力并存，知识营销助力专业化形象深入人心；3) 竞争角度，对手跟随速率及深度较慢，错失先机。

3.2 优势一：扎实研发沉淀与产品创新及推广的魄力助力站在每一轮产品革命浪尖

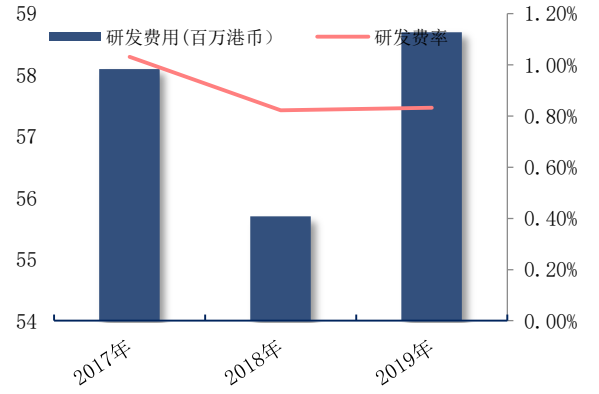
深厚研发沉淀为产品创新奠定基础。公司 1992 年成立独立的研发中心，2015 年加设蓝月亮洗涤研究院，同时创始团队以研发背景为主，品牌设立之初注重研发沉淀。截止 2019 年拥有 157 人研发团队，研发费用 0.59 亿港元，占比收入 0.83%。截止 2020H1，公司获得 152 项专利及 159 项版权；根据专利汇数据，公司在衣物清洁领域获得发明专利、实用新型及发明公开数量分别为 113 项，仅次于行业龙头立白集团，好于纳爱斯集团。深厚的研发沉淀为公司在 2008 年推出洗衣液产品、2015 年推出浓缩洗衣液产品提供技术基础，实现品类突破第一步。

图 46：蓝月亮与立白研发人员数量对比



资料来源：公司公告，立白官网，信达证券研发中心

图 47：公司研发费用及占比收入情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表 9：不同公司衣物清洁领域专利数量对比情况（个）

		发明授权专利	实用新型	发明公开	合计
蓝月亮	总计	18	66	52	136
	衣物清洁相关	16	56	41	113
立白集团	总计	132	54	247	433
	衣物清洁相关	55	43	115	213
纳爱斯	总计	25	12	41	78
	衣物清洁相关	16	8	27	51

资料来源：专利汇，信达研发中心（根据专利汇统计，与实际情况存在一定偏差）

敢于市场推广及培育魄力占据产品革命先发优势。公司在产品创新实力之外，拥有规模化推广运作的魄力。相比于国内竞争对手，公司研发创新走在前沿，但相比于宝洁、联合利华等国际巨头，其在欧美等发达市场已然具备成熟产品线，公司并不具备穿品显著先发优势。自 2008 年公司推出洗衣液以来，立白、汰渍、奥妙、超能分别在 2009 年、2011 年、2012 年、2012 年陆续推出或引进洗衣液产品，而竞争对手商品广告大规模投入集中在 2013 年及其之后。彼时蓝月亮借助早期电视广告的红利期及商超终端优质流量的市场教育抢占先机。

图 48：蓝月亮引领衣物清洁领域产品创新



资料来源：信达证券研发中心

3.3 优势二：重视终端用户运营，沉淀专业化高端品牌资产

公司注重与消费者直接接触，强化衣物清洁相关知识，助力专业化品牌形象建立。自蓝月亮洗衣液推出以来，公司通过自有终端促销人员入驻超级大卖场形式进行洗衣液市场培育与推广，增强品牌认知度；2013年之后，公司开办洗衣大师、科学洗衣中国行等线下活动，加强与消费者互动，夯实知识营销；2017年，公司开展洗衣服务，协助消费者解决洗衣难题，提升专业化品牌形象。截止2019年年末，公司拥有超过7000人销售队伍，占员工总数比重65%左右，截止20H1公司拥有超过2000人团队进行客户关系管理，解决用户疑问。相比于行业龙头立白集团，其员工体量超过万人，考虑到两者约3倍的规模体量，公司在终端用户关系的建立上投入更重人力资源。

图 49：蓝月亮在提升与终端消费者接触及加强用户运营方面的布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产品差异化并不显著的洗衣液品类中，蓝月亮产品享受品牌溢价。根据线上渠道头部洗衣液品牌产品定价情况，目前蓝月亮、立白、超能、汰渍、奥妙五大品牌在产品定位上主要围绕洁净、护色、馨香、除菌等特征，产品之间差异性较低，但蓝月亮产品整体销售价格略高于大部分竞争品牌，享受一定的品牌溢价。

表 10：不同品牌洗衣液产品定位及价格比较

品牌	产品系列	代表系列	核心卖点	定价区间
蓝月亮	深层洁净与护色增艳两大畅销系列（统一形象）：手洗/	深层洁净	洁净护色	12.4-15.0 元/kg
	宝宝/羽绒/丝绒专用产品	手洗专用	低伤手	15.7-16.9 元/kg
立白	除菌除螨与馨香怡人两大畅销系列，手洗/内衣/白衣专用	茶籽除菌	除菌除螨	9.8-13.5 元/kg（量高组合价低）
	产品	全效馨香	去渍馨香	9.4-16 元/kg（量高组合价低）
超能	植物低泡畅销系列，手洗专用产品	花漾护色	酵素护色	12.0-19.9 元/kg（销量一般）
		植物低萃	护色低泡	9.7-14.1 元/kg
汰渍	全效 360 畅销系列	全效 360	洁净馨香	9.8-16.0 元/kg（量高组合价低）

奥妙 深层清洁/除菌除螨/三合一三大畅销系列（统一形象）， 三合一系列 洁净除菌持久留香 11.4-15 元/kg
 宝宝/内衣/丝毛专用

资料来源：天猫旗舰店，天猫超市，信达证券研发中心

3.4 优势三：渠道反应灵活，善于抓住流量红利期，线上化布局走在市场前列

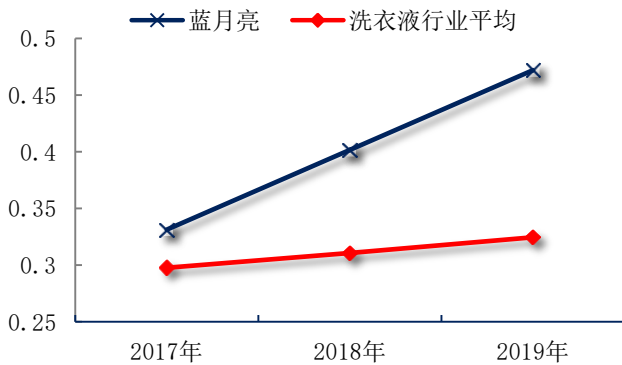
公司善于把握流量变化，线上布局走在市场前列。2012 年快消品线上起步阶段，公司迅速进入京东、天猫等头部电商平台，搭建电商销售团队布局线上渠道，开设旗舰店重自营化发展；2016 年，线上平台竞争加剧，公司加大对中小平台入驻，获取流量，同时探索直营新模式（月亮小屋），沉淀私域流量。截止 2019 年，蓝月亮线上渗透率为 47%（线上收入占比总收入），远高于洗衣液 32% 的渗透率水平（终端线上规模占比行业规模）；其线上份额为 34%，远高于行业第二名 15% 的份额。

表 11：不同洗衣液品牌线上旗舰店开设情况

	蓝月亮		立白		超能	
	入驻时间	粉丝数	入驻时间	粉丝数	入驻时间	粉丝数
天猫旗舰店	2012 年 1 月	249 万	2012 年 1 月	197 万	2015 年 1 月	216 万
京东旗舰店	2015 年 3 月	1461 万	2015 年 3 月	777 万	2015 年 3 月	441.5 万
抖音官方号	无	无	2019 年 4 月	53.6 万	无	无
快手	2020 年 2 月	0.04 万	2020 年 3 月	0.02 万	无	无
小红书官方号	2020 年 7 月	较少	2019 年 4 月	1.5 万	2020 年 4 月	较少

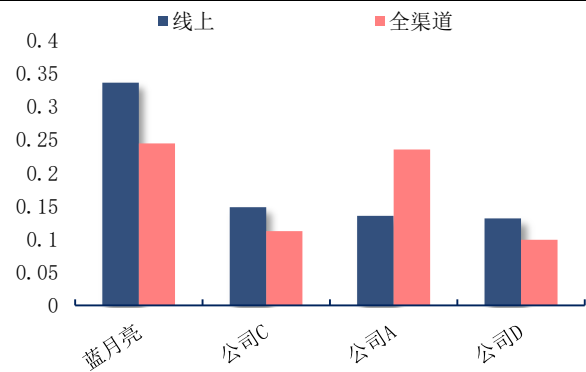
资料来源：天猫旗舰店，天猫超市，信达证券研发中心

图 50：公司线上渗透率与洗衣液行业渗透率比较



资料来源：FROST&SULLIVA，信达证券研发中心

图 51：2019 年线上及全渠道洗衣液市场格局情况



资料来源：FROST&SULLIVA，信达证券研发中心

3.5 优势四：信息数字化布局前瞻，助力长期运营效率提升

公司拥有 266 人资讯科技团队，15 年以来加大信息化布局，走在市场前列。公司自 2008 年起开始信息化布局，当年推出 ERP 系统精简后台管理，2015 年之后，加大信息化投入，从生产、客户、用户等多个维度开发各类信息系统，形成闭环，包括大数据分析系统、MH 在线订单系统、CRM 系统、投配料管理系统以及电商在线订单管理系统等。截止 2019 年，资讯科技团队规模 266 人，占比公司总人数的 2.4%，较 17 年提升 1.1pct。从竞争对手角度，行业龙头立白集团 2019 年天猫金妆节提出开启数字化 3.0 改造，蓝月亮布局前瞻。

表 12: 公司信息化布局情况

信息技术系统名称	推出年份	功能说明
ERP 系统	2008 年	精简后台管理，协助管理层业务分析
电子人力资源管理系统	2015 年 12 月	在线人力资源系统等
大数据分析系统	2016 年 1 月	线上渠道消费者数据分析，完善及优化销售营销，并拟备生产计划
MH 在线订单管理系统	2016 年 1 月	线上专卖店在线订单管理系统，管理跨境电商平台在线订单接收及处理
CRM 系统	2016 年 9 月	管理客户关系，包括客户资料及分析、销售人员签到及工作质量等
投配料管理系统	2018 年 9 月	配料管理及配料添加程序标准化，收集相关数据，并提高配料管理自动化及效率
电商在线订单管理系统	2019 年 9 月	将电商平台客户在线订单数据与公司数据同步，提升公司在线订单管理效率

资料来源：公司公告，信达研发中心

信息化投入初见成效，助力运营效率提升，未来可期。通过在线订单系统及 CRM 系统对动销数据的掌握，同时沉淀数据至大数据分析系统洞察终端用户变化，公司生产端效率提升。例如，公司存货周转天数从 2017 年的 97 天下降至 70 天；客户管理系统正在助力渠道精细化管理，未来有望推动终端门店下沉。

成长性分析

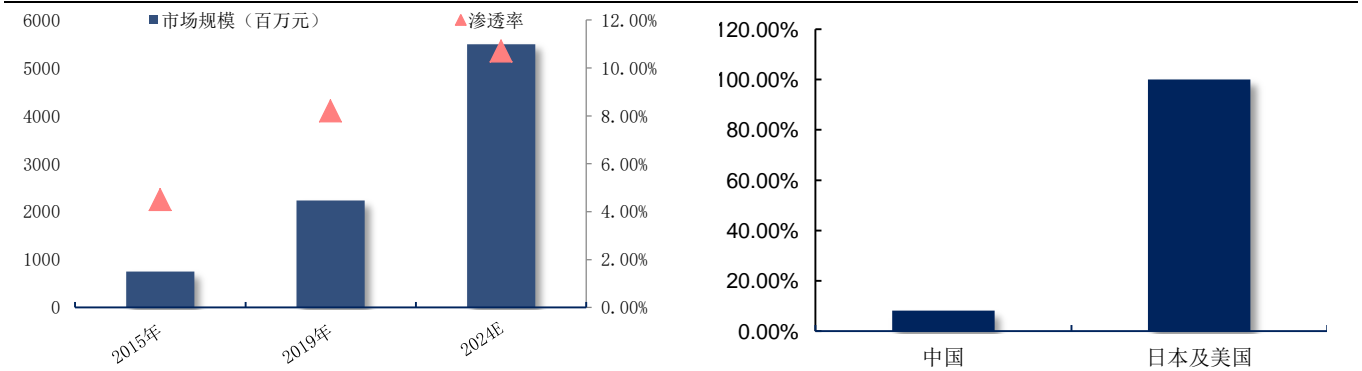
蓝月亮的核心成长逻辑在于乘家清持续升级趋势依托产品创新及渠道优化进行份额扩张。产品持续升级迭代及品类丰富化驱动家庭清洁行业获得平稳增长，品牌商持续产品创新及市场教育成为行业增长的直接动力，消费水平提升提供底层基础。站在当前时点，洗衣液及洗手液等升级品类替代传统洗衣粉，柔顺剂、地面清洁剂、厨卫清洁剂等品类逐步普及，消费升级具备不可逆性质。蓝月亮自进入家清市场以来，布局具备前瞻性，未来将通过补足渠道短板及加大创新产品进行份额追赶。

4.1 浓缩洗衣液引领行业新趋势，有望带动洗衣液市场获得超额份额

浓缩洗衣液是将普通洗衣液高度浓缩化的新型液态，核心为表面活性剂浓缩化，相比于普通洗衣液，具备如下优点：1) 体积小降低仓储物流成本；2) 分散性更好，减少碱性物质残留；3) 低泡性更易漂洗节能性更强；4) 生产环节降低二氧化碳等排放。浓缩洗衣液最早启动于 1997 年，2012 年浓缩洗衣液已在欧美等发达市场已成为主流，英国、德国、美国、日本浓缩洗衣液占据洗衣液总量的 90% 以上。目前，我国浓缩洗衣液尚在起步阶段，一来表面活性剂高度浓缩化等技术待厂家持续突破，二来消费者使用习惯的变化需厂家加大产品推广及市场教育。截止 2019 年，浓缩型洗衣液市场规模仅 22.3 亿元，15-19 年复合增速超过 30%，占比洗衣液市场规模仅 8.2%；根据 Frost&Sulliva 预测，2024 年浓缩洗衣液市场规模将达 54.9 亿元，占比洗衣液市场规模的 10.7%，细分赛道具备广阔前景。

图 52: 浓缩洗衣液市场渗透率（浓缩洗衣液占洗衣液）比较

图 53: 2019 年不同市场浓缩洗衣液渗透率对比



资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

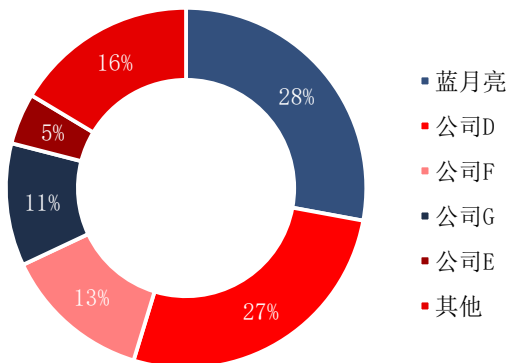
公司旗下至尊洗衣液成为浓缩洗衣液代表, 引领行业新趋势助力份额提升。公司 2015 年推出至尊浓缩洗衣液, 2018 年进行产品升级, 其活性物浓度为国家标准洗衣液的 3 倍以上, 采用独特的一泵 8g 半桶衣物的创新设计, 实际价格低于传统洗衣液产品。目前已在线上旗舰店、小程序店铺等渠道进行销售, 至尊浓缩洗衣液成为细分领域龙头品牌, 2019 年市场份额为 28%, 伴随细分品类的市场培育, 有望复制洗衣液大单品的成功路径。

表 13: 至尊洗衣液产品情况及洗衣凝珠比较

产品系列	特征	定价
至尊浓缩洗衣液	1) 机洗至尊(深层洁净); 2) 机洗至尊(亮白增艳) 创新 8g 一泵设计, 科学度量用量	1) 99 元/1.98kg 浓缩洗衣液+0.5kg 双用型洗衣液; 2) 单位价格超过 40 元/kg; 3) 考虑到用量实际价格不高于非浓缩洗衣液
奥妙 樱花凝香洗衣凝珠	超浓缩洁净	35 元/400g (50 颗)
汰渍 二合一洗衣凝珠	超浓缩+防串色	69.9 元/3 盒 (57 颗)

资料来源: 天猫旗舰店, 信达证券研发中心

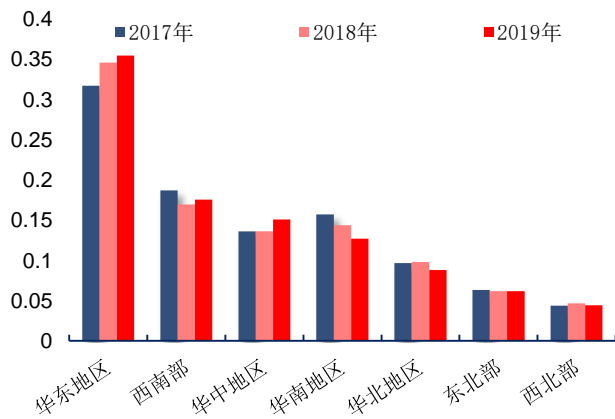
图 54: 2019 年浓缩洗衣液市场格局情况



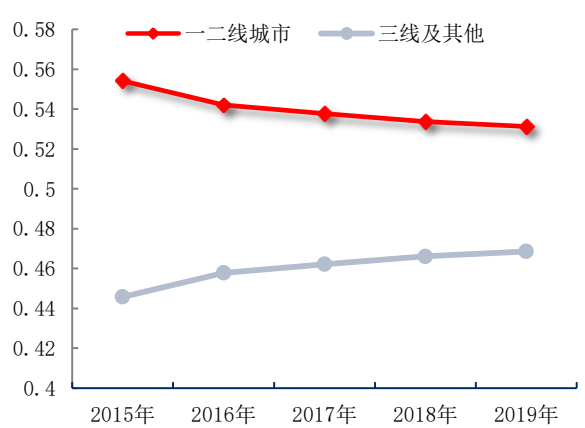
资料来源: FROST&SULLIVA, 信达证券研发中心

4.2 线下渠道优化及终端网点持续开发助力下沉市场份额获取

下沉市场洗衣液成长空间更大, 蓝月亮过去布局不足。洗衣液逐步替代洗衣粉进程中, 经济发展水平更高的一二线城市推进进程更快, 截止 2019 年, 一二线城市洗衣液占比 53%, 考虑到一二线城市常住人口比例, 一二线城市洗衣液渗透率远高于全国平均水平, 未来下沉市场洗衣液成长空间更高。同时蓝月亮过去发展过程中, 地区发展不均衡, 19 年经济发达华东市场销售占比高达 35%, 且终端门店进店率低于行业龙头, 19 年行业龙头立白终端门店覆盖数量超过 135 万个, 蓝月亮不足 30 万个, 存在较大提升空间。

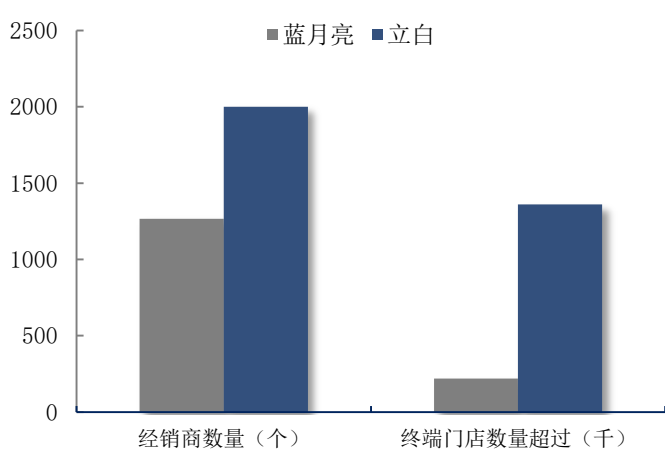
图 55：蓝月亮不同地区销售结构及变化


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

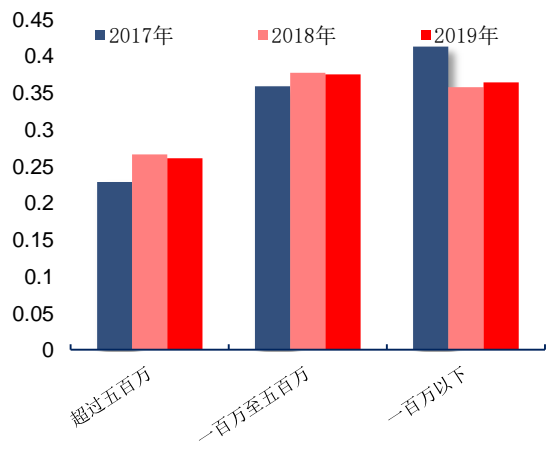
图 56：洗衣液行业不同市场结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

信息化加持，优化经销商，加大终端门店覆盖，助力份额获取。一方面，公司为经销商管理信息系统，掌控分销商动销和库存，协助制定终端门店动销方案；同时开发终端销售人员管理系统，监控销售人员终端铺货及订单提成方案，为网点增长及管理提供技术基础。另一方面，公司 18 年下半年持续优化分销商网络，淘汰合作效果不佳的客户，发展新经销商资源，19 年提货额金额超过百万级别的经销商数量较 17 年提升 18%。

图 57：蓝月亮与立白经销商及网点比较（个）


资料来源：公司公告，立白官网，信达证券研发中心

图 58：蓝月亮不同类型分销商销售占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.3 加大新品推进，多品类协同发展，抢占多赛道份额

19 年加大推新力度，重布局家居清洁市场。从公司历史每年新产品推出进程来看，平均每年推出 1.2 款产品，维持较低推新速度，其中 2000 年-2004 年重点布局洗手液产品，奠定洗手液龙头地位（2004 年至今）；2008-2012 年重点布局洗衣液产品，奠定洗衣液龙头地位（2012 年至今）；而公司成立之初重点布局的家居产品至今表现平淡，细分市场市场份额占比不足 2%。2019 年公司率先在弱势家居清洁市场加大推新力度，推出厨房清洁剂（油污剋星泡沫型）、果蔬清洁剂（天露餐具果蔬洁淨精华）以及浴室除霉去渍剂（卫诺除霉去渍剂），同时推出高端氨基酸洗手露（净享微米泡沫氨基酸洗手露）继续巩固洗手液市场地位。

图 59：蓝月亮每年新出产品系列情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

新品定位更高端, 技术升级解决用户特定领域痛点, 试点母子品牌销售策略, 有望提升细分市场份。2019年新品中有 3/4 是针对原来产品的升级, 致力提升原来产品的用户体验, 例如油污克星产品采用创新气雾技术, 减少飘雾从源头减少刺鼻, 果蔬净采用升级成分做到容器、手、抹布不粘油; 同时新品中有 1/4 是全新产品, 补充卫浴清洁产品线; 新品定位更高端, 单位价格均超过 80 元/kg, 有望获取高端用户群; 此外, 营销策略上采用母子品牌销售, 有望借助洗衣液品牌影响力优势提升家居清洁领域市场份额。

表 14: 公司 2019 年新产品定位及定价

产品系列	产品描述	定价
油污剋星泡沫型	强力型及保护型(香味)油污克星升级产品, 创新气雾控制技术, 少飘雾, 不刺鼻	47 元/瓶/500g
天露餐具果蔬净	果蔬净及绿茶洗洁精升级产品, 去油快+不粘油	48 元/瓶/400g
卫诺除霉去渍剂	新产品类型, 去除 5 大致病菌, 去菌率高	42 元/瓶/500g
净享氨基酸泡沫洗手露	高端洗手液产品, 护肤、三段馨香	362.9 元/5 支/750g

数据来源: 公司公告, 天猫旗舰店, 信达研发中心

研发前沿布局提供新品开拓基础, 未来有望保持较快推新速度获取市场份额。根据专利汇, 今年下半年公司获取 3 项发明专利, 主要应用于衣物清洁及家居清洁领域, 同时获取 4 项公开发明, 主要用于洁厕领域。扎实的研发储备为公司未来加快产品推新速率提供基础, 充裕的在手现金助力新品终端推广, 未来有望通过新产品抓取市场份额。

表 15: 公司今年下半年以来获得的相关专利

专利名称	公告日	类型	应用
一种织物 pm2.5 吸附量测试方法	2020/8/18	发明专利	衣物清洁领域
一种含水增香组合物	2020/10/23	发明专利	可用于固体留香珠和柔顺剂
一种清洁组合物、清洁剂及其制备方法	2020/09/15	发明专利	微胶囊及其制备方法, 用于各类清洁剂中

数据来源: 专利汇, 信达研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

收入成本方面,我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 73.5 亿港元、91.8 亿港元、114.7 亿港元,对应增速分别为 4%、25%、25%,预计 2020-2022 年毛利率分别为 67%、67%、67%,具体假设如下:1)衣物清洁业务 2020-2022 年收入增速分别为-5%、28%、26%,毛利率分别为 64%、64%、64%,主要在于洗衣液行业维持双位数低速增长,渠道延展及优化助力公司好于行业增速;2)个人清洁业务 2020-2022 收入增速分别为 98%、12%、18%,毛利率分别为 68%、68%、68%,受疫情影响,抑菌洗手液有一定的波动性进而影响该业务的波动;3)家居清洁业务 2020-2022 收入增速分别为 40%、12%、18%,毛利率增速为 72%、72%、72%,受疫情影响消毒类家居产品有一定的波动性,伴随新品推进及渠道改进,调整后将好于行业增长。

费用率方面,我们预计公司 2020-2022 年销售费用率分别为 32.5%、32.0%、31.0%,管理费用率分别为 12%、11%、10%,主要受益于品牌宣传广告的规模效应、人力成本的优化以及仓储物流成本的优化。同时,上市融资短期可增厚利息收入进而降低财务费率。

综合而言,我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.6 亿港元、17.0 亿港元、22.7 亿港元,对应增速分别为 8%、46%、34%。

表 16: 公司分产品收入预测 (单位: 百万港币)

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
收入	6768	7050	7353	9183	11474
YOY	20%	4%	4%	25%	25%
毛利率	57%	64%	67%	67%	67%
(1) 衣物清洁	5917	6178	5888	7543	9540
YOY	20%	4%	-5%	28%	26%
毛利率	57%	64%	64%	64%	64%
(2) 个人清洁	411	419	828	927	1094
YOY	25%	2%	98%	12%	18%
毛利率	64%	65%	68%	68%	68%
(3) 家居清洁	440	454	637	712	840
YOY	15%	3%	40%	12%	18%
毛利率	63%	67%	72%	72%	72%

数据来源: 信达研发中心预测

估值与投资评级

根据绝对估值法,中性假设下,我们认为公司合理内在价值为 1286 亿港元,对应每股价值为 22.0 港币,较目前市场价格有所低估,具体假设如下:

- 1) 假设股权所有者要求收益率为 8.5%,债券投资者要求收益率为 3.5%,则 WACC 为 8.4%;
- 2) 假设半显性收入增速为 15%,永续增长率为 1.5%。

根据相对估值法,蓝月亮所处细分赛道如洗衣液与化妆品行业增速相当,竞争格局更优,国货品牌占据细分赛道较高份额;同时均为大快消费品中的日化品类,我们以国内化妆品公司作为可比公司。根据万得一致预期,珀莱雅、丸美股份、上海家化三年期 PEG 分别为 3.2 倍、3.0 倍、7.1 倍,平均值为 4.4 倍,蓝月亮集团同口径下 PEG 为 3.1 倍,处于中低水平,估值合理。

表 17: 同业可比公司相对估值情况

	2019 年	2020E	2021E	2022E	PEG
--	--------	-------	-------	-------	-----

珀莱雅	PE	45.1	79.8	62.3	50.1	3.2
	增速	36.7	21.9	28.2	24.5	
丸美股份	PE	46.8	38.6	32.6	27.9	2.9
	增速	24.0	4.3	18.3	17.1	
上海家化	PE	37.3	64.5	48.2	33.5	7.0
	增速	3.1	-32.5	33.7	43.9	
PE 均值		43.1	61.0	47.7	37.1	4.5

数据来源：万得，信达研发中心（截至2021年1月18日）

综上，我们看好品类升级迭代以及新兴产品渗透率不断提升对产品家庭清洁行业推动作用，行业保持平稳增长；同时蓝月亮作为洗衣液、洗手液等升级品类龙头品牌商，将通过渠道延展优化以及前瞻新品布局提升份额，未来可期。绝对估值下，中性乐观假设条件下公司合理每股内在价值为 22.0 港币，较目前有所低估；相对估值下，公司处于同业中等水平，估值合理，首次覆盖，给予买入评级。

风险因素

1.渠道优化及延展不达预期。18 年以来公司优化线下分销商，淘汰合作不佳客户，加大新血液注入，大分销商销售占比持续提升，同时开发针对分销商及终端促销人员信息系统加强线下渠道管理；但是，线下渠道面临线上化冲击，同时行业巨头立白、纳爱斯等占据线下良好渠道资源，存在终端延展及渠道数字化改进不达预期风险。

2.新品销售不达预期。公司近两年加大新品开发力度，同时浓缩洗衣液仍在培育期，未来新产品对公司份额提升起到一定作用。但是，新产品定位较为高端，且大 KA 渠道人流下行，终端流量分散化，新产品存在推广不达预期风险。

3.原材料成本上涨及费用未能优化进而影响利润率提升。公司 17 年以来盈利水平持续提升得益于原材料成本下降、人员成本优化、硬广开支规模效应以及生产效率提升，未来原材料价格存在不确定性，同时流量成本上行将对营销费用优化提出更高要求，进而影响公司净利率继续提升。

4.市场格局恶化影响份额提升。家庭行业需求平稳增长，头部品牌商凭借日积月累的资源实力及品牌知名度及美誉度具备更好的份额提升基础，但行业准入门槛较低，新品牌仍在持续进入市场，对集中度提升造成一定冲击作用。

资产负债表		单位:百万港币				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	2452.72	3130.71	15126.91	16963.22	19417.50	
现金及等价物	467.97	690.06	12385.02	13760.44	15455.79	
应收账款及票据	1142.94	1750.05	1838.21	2295.65	2868.52	
其他应收款	235.82	288.95	441.17	367.30	458.96	
存货	586.88	375.76	374.28	448.00	542.43	
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他流动资产	19.12	25.89	88.23	91.83	91.79	
非流动资产	2452.72	3130.71	15126.91	16963.22	19417.50	
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	1124.29	1211.09	1300.01	1402.01	1496.87	
商誉及无形资产	152.34	206.55	306.55	406.55	506.55	
其他	19.12	25.89	88.23	91.83	91.79	
资产总计	4288.10	5040.69	17225.82	19344.13	22093.27	
流动负债	326.47	401.76	401.76	401.76	401.76	
短期借款	662.63	206.53	74.39	74.39	74.39	
应付账款及票据	664.72	511.92	506.83	676.98	843.78	
应交税金	185.27	444.01	367.64	459.13	573.70	
其他流动负债	591.23	613.39	639.70	798.89	998.25	
非流动负债	326.47	401.76	401.76	401.76	401.76	
长期借款	211.18	207.40	207.40	207.40	207.40	
其他	115.29	194.37	194.37	194.37	194.37	
负债合计	2430.32	2177.61	1990.32	2411.14	2891.88	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归属母公司股东权益	1857.78	2863.08	15235.50	16932.99	19201.39	
负债和股东权益	4288.10	5040.69	17225.82	19344.13	22093.27	

重要财务指标		单位:百万港币				
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业总收入	6769.18	7061.39	7364.82	9194.61	11486.09	
同比 (%)	0.00	4.32	4.30	24.84	24.92	
归属母公司净利润	553.99	1079.62	1164.67	1697.49	2268.40	
同比 (%)	0.00	94.88	7.88	45.75	33.63	
毛利率 (%)	57.42	64.16	66.91	66.82	66.91	
ROE%	29.82	37.71	7.64	10.02	11.81	
EPS (摊薄)(港元)	—	—	0.20	0.29	0.39	
P/E	—	—	88.04	60.40	45.20	
P/B	—	—	6.73	6.06	5.34	
EV/EBITDA	0.51	(0.18)	54.75	40.71	29.59	

利润表		单位:百万港币				
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业总收入	11486.09	17342.36	27515.28	31640.78	36385.09	
营业成本	3797.01	5732.58	9097.60	10462.24	12031.58	
营销费用	3556.97	5199.11	8250.99	9488.63	10911.93	
管理行政费用	1147.41	1733.04	2750.33	3162.88	3637.31	
其他营业费用	137.83	137.83	330.18	379.69	436.62	
财务费用	(205.16)	(275.23)	(495.94)	(582.37)	(682.07)	
权益性投资损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他非经营性	30.00	30.00	30.00	30.00	30.00	
除税前利润	3082.03	4774.76	7612.12	8759.71	10079.72	
所得税	832.15	1289.18	2055.27	2365.12	2721.53	
净利润	2249.88	3485.57	5556.85	6394.59	7358.20	
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
归母净利润	2249.88	3485.57	5556.85	6394.59	7358.20	
EDITDA	2958.89	4606.94	7220.19	8285.96	9510.58	
EBIT	2846.87	4469.53	7086.18	8147.33	9367.66	
EPS (当年)(港元)	—	—	0.20	0.29	0.39	

现金流量表		单位:百万港币				
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	2056.31	3231.70	5189.23	5960.46	6846.56	
净利润	2249.88	3485.57	5556.85	6394.59	7358.20	
折旧摊销	112.02	137.41	134.01	138.63	142.92	
营运资金变动	(278.19)	(363.89)	(474.23)	(545.36)	(627.17)	
其他	(27.40)	(27.40)	(27.40)	(27.40)	(27.40)	
投资活动现金流	(470.00)	(370.00)	(170.00)	(170.00)	(170.00)	
资本支持	(400.00)	(400.00)	(200.00)	(200.00)	(200.00)	
长期投资	(100.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
筹资活动现金流	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)	
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
支付利息或股息	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)	(2.60)	
现金流净增加额	1583.71	2859.09	5016.63	5787.85	6673.96	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得16/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，行业研究经验丰富，从长周期研判行业发展趋势。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	祈丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。