

登康口腔 (001328)

证券研究报告

2023年04月26日

口腔护理赛道龙头，品类拓展多点开花

专业口腔护理行业龙头，核心品牌“冷酸灵”深入人心。22年实现营业收入13.13亿元，同比+14.95%，19-22CAGR为12%，产品覆盖牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品，22年核心产品成人牙膏收入占比80%，产品持续多元化、高端化。品牌矩阵齐全，成人口腔护理核心品牌“登康”“冷酸灵”，以及高端专业口腔护理品牌“医研”，儿童口腔护理赛道推出“贝乐乐”品牌，以及高端婴童品牌“萌芽”。

中国口腔护理用品行业复合增速约4.4%，消费趋势多元化、高端化，品类增速靓丽多点开花。22年全球市场规模为509.6亿美元，17-22年CAGR2.3%，总体维持增长趋势。中国口腔护理用品市场22年规模482亿元，17-22年CAGR4.4%，中国口腔护理市场增速高于全球，人均口腔支出136元，较日韩、美国均有较大提升空间。中国牙膏市场规模312亿元，为口腔护理占比最大品类，电动牙刷、漱口水2016-2021年的CAGR分别为33.80%、39.10%，新品类增速靓丽。

国货崛起份额持续提升，牙膏品类市场集中度高，21年CR5约59.5%。

2015-2022年，本土品牌契合消费者美白、护龈、抗糖、清新口气等多样化、差异化需求推陈出新，渠道上深耕线下，线上通过电商等新媒体渠道推广，实现市场份额增长。(1)口腔护理赛道集中度高：22年口腔清洁用品零售渠道CR10约70.7%，(2)头部国货品牌占比持续提升，云南白药市占率从2015年的11.50%提升至2022年的13.50%，登康口腔市占率从2015年的3.60%提升至2022年的4.40%。2021年云南白药、登康口腔在整体牙膏线下市场市占率分别为23.86%、6.83%。

差异化产品迎合市场需求，功能性、儿童产品、电动产品多点开花。功效类产品中，抗敏感牙膏市场规模持续增长，2021年线下抗敏感牙膏市场零售规模达27.48亿元，份额持续提升。儿童产品20年市场规模约48亿，同比+13.5%，渗透率36.1%，行业增速快，渗透率提升空间大。2020年电动牙刷的市场规模为185亿元，行业渗透率从2016年的1.5%提升至2020年的8.7%。

抗敏细分赛道领导品牌，成人/儿童/牙刷产品市占率靠前，四大产品矩阵多点开花。2022年成人/儿童/电动/口腔医疗及美容护理产品的收入分别11.88/0.99/0.05/0.19亿元。公司产品研发优势强，冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市占率约60%。牙膏线下市场份额约6.83%、销量份额约9.95%，21年公司儿童牙膏/牙刷线下零售市场份额分别为7.15%、5.66%。产品毛利率基本维持稳定，成人口腔护理毛利率均在40%左右，儿童口腔护理产品毛利率19-21年为55%左右，22年降至51%，整体产品盈利能力强。

精耕分销、强化KA、电商新零售并举、拓展新渠道，电商业务增速靓丽。营销网络布局全国，覆盖数十万家零售终端，2022H1公司经销渠道/直销渠道/电商渠道分别收入4.7、0.27、1.1亿元，公司主要以经销渠道为主，电商渠道20/21年分别增长54%、70%，21年公司电商占比为13.17%，增速靓丽。以经销业务除以经销数量，19、20、21年单个经销商提货额分别为157、179、174万元/家，单个经销商平均提货额稳步提升。

盈利预测与评级：公司为功能口腔护理领域龙头，品牌矩阵齐全，产品卡位抗敏细分赛道，持续深耕成长为行业领导品牌，冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市占率60%。品类方面拓展渗透率有提升空间的儿童口腔护理用品及电动、口腔医疗及美容护理产品，以冷酸灵及登康品牌为基本盘，多品牌矩阵多点开花。口腔护理行业竞争格局较好，头部品牌份额持续提升，其中国货品牌依托产品力及品牌力持续扩份额，行业电商化率持续提升，渠道布局领先的公司或持续受益。预计23/24/25年收入分别为15.6/18.0/20.8亿元，同比分别增长19%/16%/16%，归母净利润分别为1.6/1.9/2.3亿，同比增长18%/20%/19%，23/24年对应PE分别为

投资评级

行业 美容护理/个护用品

6个月评级 增持(首次评级)

当前价格 31.58元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股) 172.17

流通A股股本(百万股) 42.18

A股总市值(百万元) 5,437.25

流通A股市值(百万元) 1,332.03

每股净资产(元) 8.13

资产负债率(%) 25.65

一年内最高/最低(元) 65.00/30.51

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

尉鹏洁 分析师
SAC执业证书编号：S1110521070001
weipengjie@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

34X/29X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；研发及新产品开发；应收账款管理；次新股流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险等。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,142.52	1,313.33	1,556.28	1,798.78	2,083.93
增长率(%)	10.97	14.95	18.50	15.58	15.85
EBITDA(百万元)	170.21	171.36	178.43	202.79	231.56
归属母公司净利润(百万元)	118.86	134.61	159.44	190.69	226.85
增长率(%)	24.80	13.25	18.45	19.60	18.96
EPS(元/股)	0.69	0.78	0.93	1.11	1.32
市盈率(P/E)	45.75	40.39	34.10	28.51	23.97
市净率(P/B)	10.69	10.03	7.12	5.77	4.64
市销率(P/S)	4.76	4.14	3.49	3.02	2.61
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.82	21.56	18.68

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 专业口腔护理龙头，中国牙膏品牌领导者	6
1.1. “冷酸灵”品牌历经 30 余载，时代变换中打造核心竞争产品	6
1.2. 股权结构清晰，国资委控股 59.83%	7
1.3. 募投项目：拟投资 6.6 亿元，产能、运营、效率全线升级	7
1.4. 收入规模稳步提升，新兴产品增长明显	8
1.4.1. 牙膏产品维持营收稳定，全矩阵产品布局带来营收增量	8
1.4.1.1. 以经销渠道为主，电商业务增速靓丽	9
1.4.2. 公司产品盈利能力强，19-21 年净利率逐步提升	9
1.4.3. 费用率控制有效，期间费用率持续下降	11
2. 口腔护理用品市场广阔，国货崛起份额持续提升	11
2.1. 行业稳健增长，电动及口腔护理新品类更具潜力	11
2.2. 行业竞争格局好，本土品牌份额提升	13
2.2.1. 本土口腔护理品牌差异化竞争	13
2.2.2. 牙膏市场集中度更高，2021 年线上占比 24%持续提升	14
2.3. 差异化产品迎合市场需求，功能性、儿童产品、电动产品多点开花	14
2.3.1. 口腔问题推动口腔清洁行业产品功效需求多元化	15
2.3.2. 儿童口腔用品行业 2020 年约 48 亿，渗透率呈持续提升	15
2.3.3. 电动牙刷消费者偏高度高，刷渗透率仅个位数	16
2.4. 线上化率提升为行业大趋势，头部品牌渠道优势明显	16
3. 抗敏牙膏细分赛道领导者，多品牌、多渠道协同发展	17
3.1. 成人口腔产品为基本盘，儿童、电动等产品更待发力	17
3.1.1. 产品品牌知名度高，冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市占率约 60%	17
3.1.2. 口腔护理用品价格逐年小幅提升，积极布局中高端市场	18
3.2. 抗牙齿敏感技术业内领先，研发投入持续加强	20
3.3. 传统经销渠道稳定经营，电商业务蓄势待发	22
4. 盈利预测	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1：登康口腔发展历程	6
图 2：公司股权结构图	7
图 3：2019-2022 公司营业收入（亿元）及同比增长	8
图 4：2019-2022 主营业务收入分产品占比	8
图 5：2019-2022 成人基础口腔护理产品营收（亿元）及同比	8
图 6：2019-2022 儿童基础口腔护理产品营收（亿元）及同比	8
图 7：2019-2022 电动口腔护理产品营收（亿元）及同比	8
图 8：2019-2022H1 各渠道营收（亿元）及同比	9

图 9: 2019-2022H1 各渠道主营业务收入占比	9
图 10: 2019-2022 归母净利润 (亿元) 及同比	9
图 11: 2019-2022 毛利率、净利率	9
图 12: 2019-2022 公司各产品矩阵毛利率	10
图 13: 2019-2022 公司牙膏、牙刷产品毛利率	10
图 14: 2019-2022H1 公司各渠道毛利率	10
图 15: 2019-2022 公司销售/管理/研发/财务费用率	11
图 16: 口腔清洁护理用品行业产业链	11
图 17: 2017-2022 全球口腔护理市场规模 (亿美元) 及增长率	11
图 18: 2019-2022 中国口腔护理市场规模 (亿元) 及增长率	12
图 19: 2020 各国人均口腔消费支出对比 (元)	12
图 20: 2021 中国各类型产品市场占比	12
图 21: 2021 年中国各产品营收 (亿元) 及复合增长率	12
图 22: 2021 年口腔清洁护理用品前十公司市场份额	13
图 23: 2022 年口腔清洁护理用品前十公司市场份额	13
图 24: 2019-2021 国内牙膏市场规模 (亿元) 及增速	14
图 25: 2019-2021 国内牙膏市场规模线上线下占比	14
图 26: 2019-2021 年牙膏行业主要厂商线下渠道销售份额变动情况	14
图 27: 2019-2021 年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化	15
图 28: 2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场规模 (亿元) 及份额占比	15
图 29: 中国儿童口腔护理市场零售额 (单位: 十亿元)	15
图 30: 中国儿童口腔护理产品渗透率	15
图 31: 2019-2021 年牙刷前十厂商线下渠道销售份额占比	16
图 32: 2019-2021 年线下前五大儿童牙膏销售额占比	16
图 33: 中国电动牙刷市场零售额 (单位: 十亿元)	16
图 34: 中国电动牙刷产品渗透率	16
图 35: 2019-2021 年牙膏市场线上、线下销售额占比	16
图 36: 2019-2021 年牙刷市场线上、线下销售额占比	16
图 37: 2021 年牙膏前五厂商销售额及销量市场份额	17
图 38: 2017-2021 冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市场销售额占比	17
图 39: 2019-2021 线下牙刷前十品牌销售份额	18
图 40: 2019-2021 线下儿童牙膏前十品牌销售份额	18
图 41: 2013-2023 大中城市牙膏平均价格 (元/盒)	18
图 42: 公司成人牙膏整体单价 (元/100g) 及增长率	19
图 43: 公司成人牙膏销售数量 (万吨) 及增长率	19
图 44: 公司儿童牙膏整体单价 (元/100g) 及增长率	19
图 45: 公司儿童牙膏销售数量 (万吨) 及增长率	19
图 46: 公司电动口腔护理产品单价 (元/支) 及增长率	20
图 47: 公司电动口腔护理产品销售数量 (万支) 及增长率	20
图 48: 公司儿童牙刷销售数量 (元/支) 及增长率	20
图 49: 公司抗敏感 3.0 技术矩阵	20

图 50: 公司 1 抗敏+X 产品矩阵部分产品展示.....	20
图 51: 2019-2022 公司研发费用 (百万元) 及增长率.....	21
图 52: 2019-2022H1 公司和可比公司的研发费用率	21
图 53: 公司牙膏生产工艺流程	21
图 54: 2019-2022H1 牙膏的产能利用率.....	21
图 55: 公司经销商家数 (家)	23
图 56: 单个经销商提货额 (万元/家)	23
图 57: 公司在各大区域的经销商收入占比.....	24
图 58: 公司在各大区域的经销商数量占比.....	24
图 59: 2019-2022H1 公司线上平台收入 (百万元) 及增速.....	24
图 60: 2019-2022H1 公司线上平台收入占比	24
图 61: 公司电商平台及推广类型	24
图 62: 公司电商推广费 (万元)	24
表 1: 登康口腔产品矩阵.....	6
表 2: 上市募投项目	7
表 3: 2015、2019、2022 年中国市场前十名公司市场份额 (按零售渠道计量)	13
表 4: 公司产品拆分	17
表 5: 公司获得的部分科学技术类荣誉	22
表 6: 公司渠道拆分	22
表 7: 公司经销商所覆盖的主要终端渠道	23
表 8: 收入拆分	25

1. 专业口腔护理龙头，中国牙膏品牌领导者

重庆登康口腔护理用品股份有限公司，主要从事口腔护理用品的研发、生产和销售，目前已发展成为中国具有影响力的专业口腔护理企业，旗下核心品牌“冷酸灵”口腔护理品牌家喻户晓，历经 30 年已成长为中国抗敏感牙膏市场的领导品牌。构建了以经销、直供与电商为主的全国营销网络体系，渠道布局全国覆盖数十万家零售终端，线上线下渠道融合发展，主要产品为牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品。

1.1. “冷酸灵”品牌历经 30 余载，时代变换中打造核心竞争产品

- **1939-2000 年：**公司发展历程可追溯到 1939 年的“大来化学制胰厂”，后在重庆大来化工厂建成牙膏车间，生产出第一代皂胚型牙膏，1964 年经中国轻工部批准成立为西南地区定点第一家专业牙膏厂。同时核心产品冷酸灵脱敏牙膏于 1987 年正式上市，“冷酸灵”品牌初具雏形。
- **2001-2016 年：**2001 年，公司经股份制改造，正式成立重庆登康，并于 2002 荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定。公司持续构建产品核心竞争力，于 2009 年成立冷酸灵抗牙齿敏感研究中心，2012 年成为行业内率先通过三标一体化认证的企业之一。2016 年，公司开始构建“互联网+产业链”数字化运营平台，为公司数字化转型升级奠定坚实基础。
- **2017 年-至今：**根据国有企业改革相关政策，公司自 2017 年开始积极推进混合所有制改革并为 IPO 上市做准备。自 2019 年开始，公司“冷酸灵”牙膏在抗敏感牙膏线下零售市场持续拥有 60%左右的市场份额。2020 年，公司引入战略投资者并实施核心骨干员工持股，混合所有制改革圆满完成。2021 年 4 月，公司获第二类医疗器械生产许可证，标志着公司具备自主生产牙齿脱敏剂的资质和能力。

图 1：登康口腔发展历程



资料来源：公司官网，招股说明书，天风证券研究所

公司主要产品包括牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品，同时涵盖电动牙刷、冲牙器等电动口腔护理用品，口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品，以及牙齿脱敏剂等口腔医疗器械，形成了成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品等四大产品矩阵。

表 1：登康口腔产品矩阵

产品矩阵	类别	产品介绍	产品图片
成人基础口腔护理	成人牙膏	成人牙膏包含医研平台、专研平台、预护平台、基础平台四个系列产品，产品范围涵盖具有临床研究的技术的高端、专业代表性产品到冷酸灵经典抗敏感牙膏系列。	
	成人牙刷	围绕冷酸灵抗敏感的核心定位开发出猫爪刷、专研泡泡刷系列产品。	

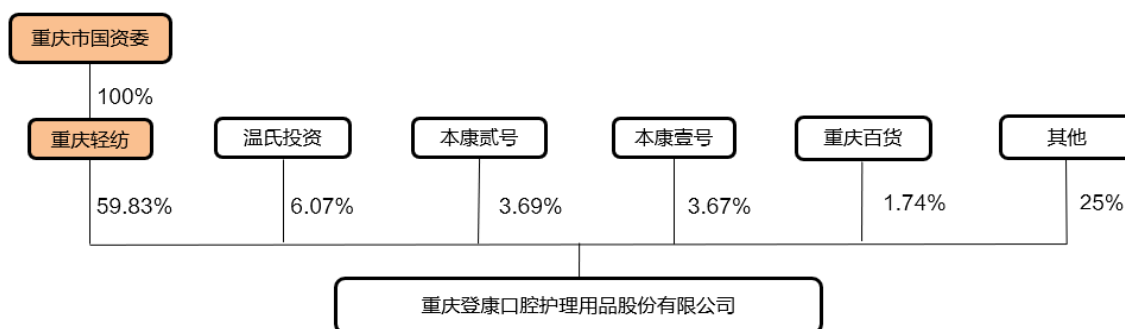
儿童基础 口腔护理	儿童牙膏	该系列针对 0-12 岁不同年龄段儿童口腔的发育特点和行为习惯，主要包括贝乐乐儿童牙膏、医研防龋儿童牙膏、萌芽婴幼儿牙膏。	
	儿童牙刷	主要包括贝乐乐儿童牙刷、萌芽婴幼儿牙刷。	
电动口腔 护理	成人电动牙刷	电动牙刷定位“净护平衡”，高效清洁、温柔护龈。	
	儿童电动牙刷	贝乐乐儿童电动牙刷	
口腔医疗 与美容护 理等用品	口腔医疗器械	牙齿脱敏剂作为二类医疗器械，可用于术前预防性脱敏、术后脱敏修复及术间家庭式治疗，常见于医生术前、术中和术后推荐患者使用。	
	口腔卫生用品	口腔抑菌系列，针对消费者的口腔抑菌需求，推出口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品。	
	口腔美容与专业护理用品	包含正畸护理系列、牙线护理、漱口水系列、口腔喷雾，满足不同人群的需求。	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰，国资委控股 59.83%

公司股权结构清晰，重庆市国资委为实际控制人。截止 2023 年 4 月 10 日，公司的实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，通过重庆轻纺间接持有登康口腔 59.83%的股权。第二大股东为战略投资者广东温氏投资有限公司，持有公司 6.07%的股权。

图 2：公司股权结构图



资料来源：iFinD，天风证券研究所；注：本股权结构图截至 2023 年 4 月 10 日

1.3. 募投项目：拟投资 6.6 亿元，产能、运营、效率全线升级

公司此次募集资金 6.60 亿元，分别用于智能制造升级建设项目、全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目、口腔健康研究中心建设项目及数字化管理平台建设项目。预计项目完成实施后，牙膏设计年产能预计将达到 2.59 亿支，公司在产能、效率、装备自动化和智能化水平等方面的综合实力将得到显著提升，全域全渠的市场竞争能力增强，进一步加强公司研发体系的软硬件实力。

表 2：上市募投项目

项目名称	主要内容	项目投资 (万元)
智能制造升级建设项目	拟利用现有的生产厂房及相关配套设施，通过购置行业领先的制膏生产设备、自动化牙膏灌装机和薄膜热收缩包装机等装备，搭建智能制造信息化管理系统，同时新建智能立体仓库以提高物流周转能力和供应链运行效率。	22000
全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目	全渠道营销网络升级包括线下和线上渠道升级，其中线下渠道升级包括新渠道的拓展和已有渠道的升级，线上渠道升级包括电商渠道和新零售渠道的拓展。品牌推广建设内容主要为强触点户外媒体、新媒体整合营销、形象广告及市场研究等方面的投入。	37000
口腔健康研究中	通过购置先进的研发设备、招聘研发创新人才，并深入进行牙齿硬组织影响因素及生物活性	3500

心建设项目	抗敏技术研究、基于生物材料的口腔组织修复技术研究及数字化智能口腔产品研发与口腔数据平台建设。	
数字化管理平台建设项目	主要建设内容包括：优化升级 SAP 企业资源计划系统、CRM 客户关系管理系统、SFA 销售自动化系统等，新建业务中台、数据中台、商业智能决策系统、CDP 客户数据平台、全域全渠道数字化用户运营平台、云资源及 IT 基础设施等。	3500
合计		66000

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4. 收入规模稳步提升，新兴产品增长明显

1.4.1. 牙膏产品维持营收稳定，全矩阵产品布局带来营收增量

公司营收呈稳步上升，经营稳健。22 年营业总收入为 13.13 亿元，同比+14.95%，2019-2021 年公司的营业收入分别为 9.44/10.30/11.43 亿元，CAGR 为 10%。22 年公司收入提速主要由于成人牙膏产品营收增长 17.06%。

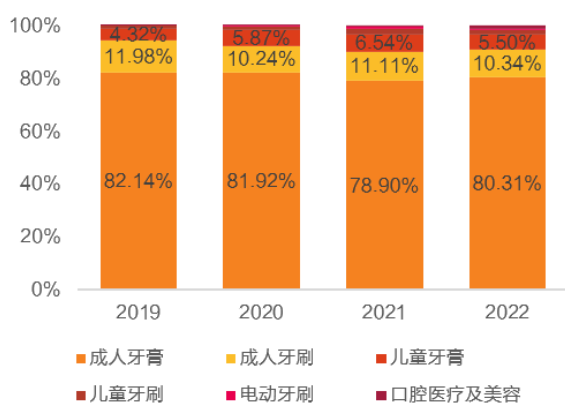
图 3：2019-2022 公司营业收入（亿元）及同比增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

牙膏产品收入稳步增长，多品类拓展效果初显，品牌矩阵逐渐丰富。2019-2022，成人牙膏的营收分别为 7.73/8.42/9.00/10.53 亿元，主营业务占比分别为 82.14%/81.92%/78.90%/80.31%，销售规模逐年增长，随着公司产品矩阵不断丰富，成人牙膏的收入占比呈下降趋势。儿童牙膏的营收分别为 0.41/0.60/0.75/0.72 亿元，2019-2022 年的 CAGR 为 21%，是公司增速最快的牙膏细分产品。公司持续坚持产品创新，把握电动口腔市场的发展和增长，电动牙刷 2019-2022 年营收的 CAGR 为 35%，实现较快增长。

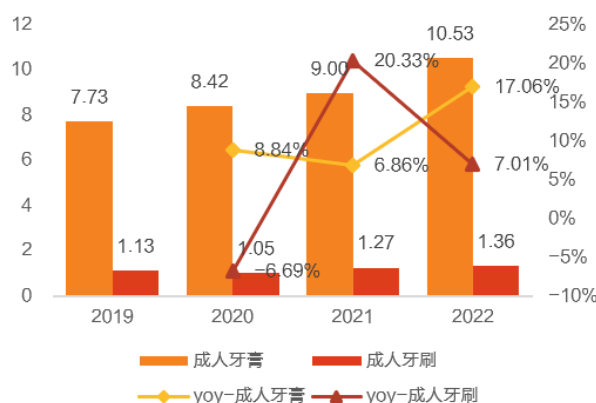
图 4：2019-2022 主营业务收入分产品占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

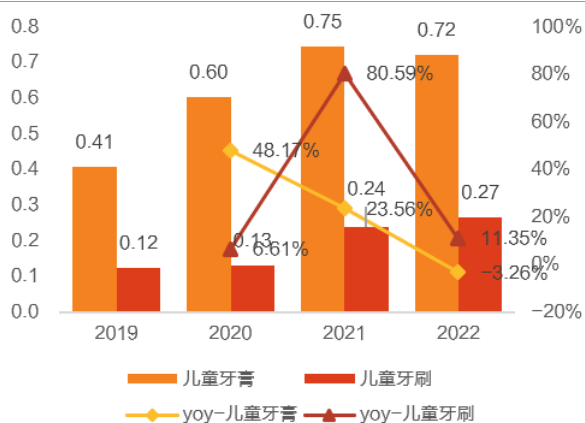
图 6：2019-2022 儿童基础口腔护理产品营收（亿元）及同比

图 5：2019-2022 成人基础口腔护理产品营收（亿元）及同比

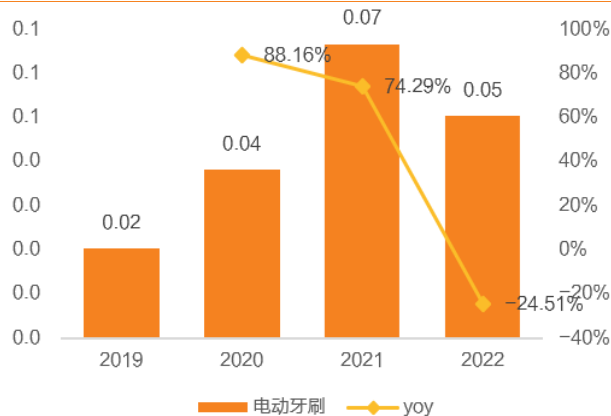


资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2019-2022 电动口腔护理产品营收（亿元）及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

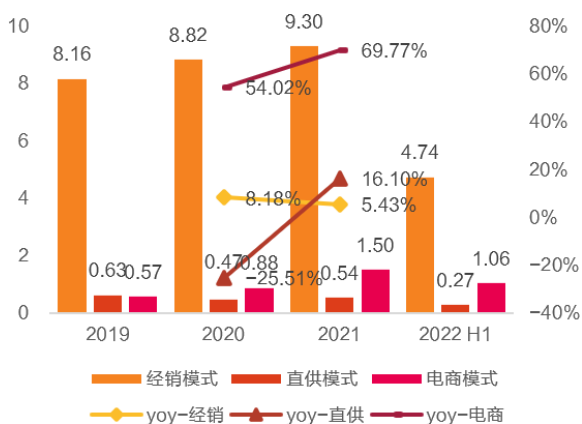


资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.4.1. 以经销渠道为主, 电商业务增速靓丽

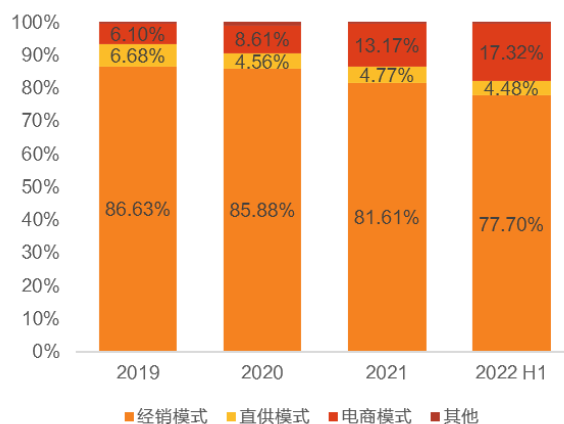
经销渠道保持稳定, 电商渠道收入高增。公司主要通过经销模式进行销售, 2019-2022H1 经销渠道带来的收入分别为 8.16/8.82/9.30/4.74 亿元, 主营业务收入占比分别为 86.63%/85.88%/81.61%/77.70%, 公司与主要经销商合作稳定, 经销收入稳步增长。同时, 近年公司加大线上渠道的开拓力度, 电商渠道营收分别为 0.57/0.88/1.5/1.06 亿元, 主营业务收入占比分别为 6.10%/8.61%/13.17%/17.32%, 2019-2021 年 CAGR 为 61.71%, 收入增速远高于其他渠道, 占比逐年提升。

图 8: 2019-2022H1 各渠道营收 (亿元) 及同比



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 9: 2019-2022H1 各渠道主营业务收入占比



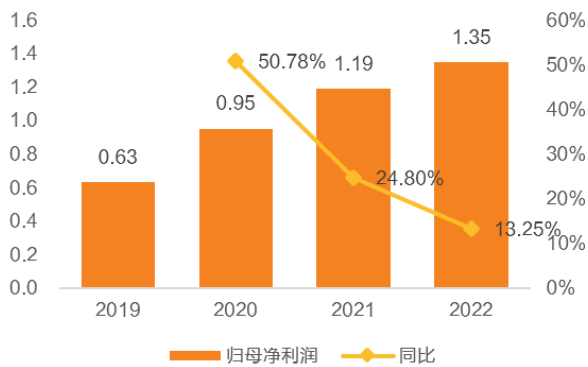
资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

1.4.2. 公司产品盈利能力强, 19-21 年净利率逐步提升

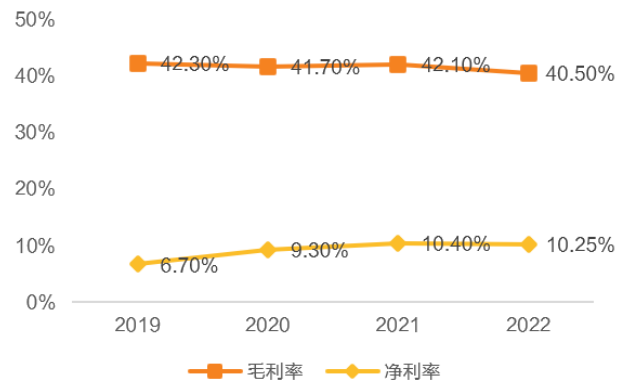
2019-2021 年, 公司归母净利润分别为 0.63/0.95/1.19 亿元, 2 年 CAGR 为 37.18%, 22 年实现归母净利润 1.35 亿元, 同比+13.25%, 公司持续提升自身中高端产品的销售占比, 电商渠道收入大幅增加。22 年公司的毛利率和净利率分别为 40.50%/10.25%, 同比-1.6/-0.15pct, 总体维持稳定。

图 10: 2019-2022 归母净利润 (亿元) 及同比

图 11: 2019-2022 毛利率、净利率



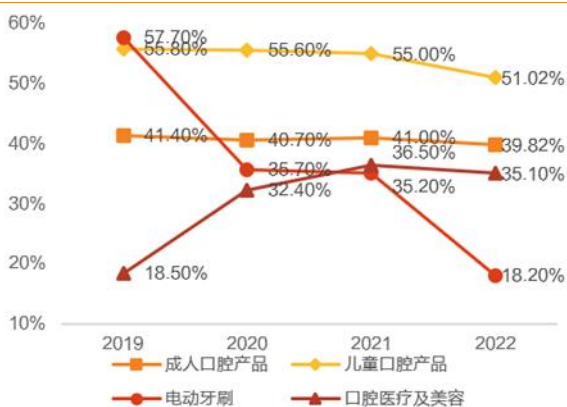
资料来源: wind, 招股说明书, 天风证券研究所



资料来源: wind, 招股说明书, 天风证券研究所

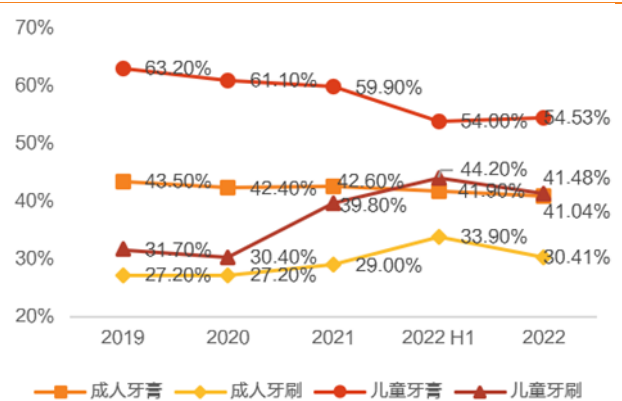
牙膏产品的毛利率更高，儿童口腔护理用品盈利能力最强。19-21 年，成人口腔产品毛利率在 40% 以上，儿童口腔产品毛利率显著高于成人口腔产品。从市场竞争格局看，牙膏行业的市场集中度高，而牙刷行业集中度相对较低，牙刷毛利率低于牙膏毛利率。电动牙刷和口腔医疗与美容护理产品毛利率相对更低。从定价策略来看，公司在牙膏、牙刷上的市场知名度较高，定价策略稳定。从目标客户来看，儿童口腔护理产品用料更为精细和专业、产品定价较成人高，儿童产品的毛利率高于成人产品。

图 12: 2019-2022 公司各产品矩阵毛利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

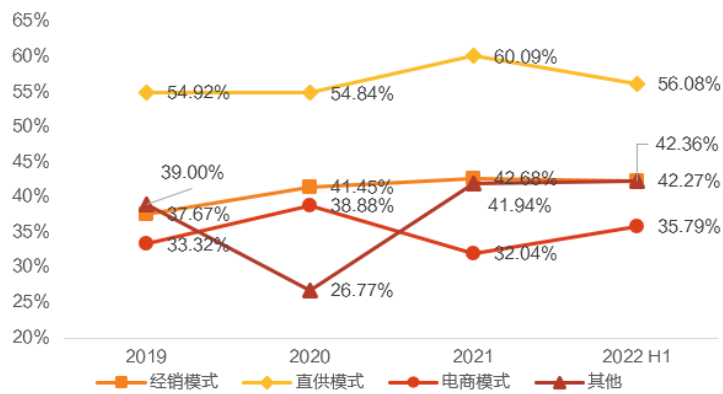
图 13: 2019-2022 公司牙膏、牙刷产品毛利率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

分渠道来看，19-22H1 直销模式毛利率区间为 54%-61%，经销渠道毛利率区间为 37%-43%，电商业务毛利率略低于经销渠道。与直销模式相比，经销模式经过的销售层级相对更多，产品出厂价格相对更低。电商渠道通常给予较大的价格折扣及促销推广活动力度，电商渠道产品平均价格段偏低。

图 14: 2019-2022H1 公司各渠道毛利率

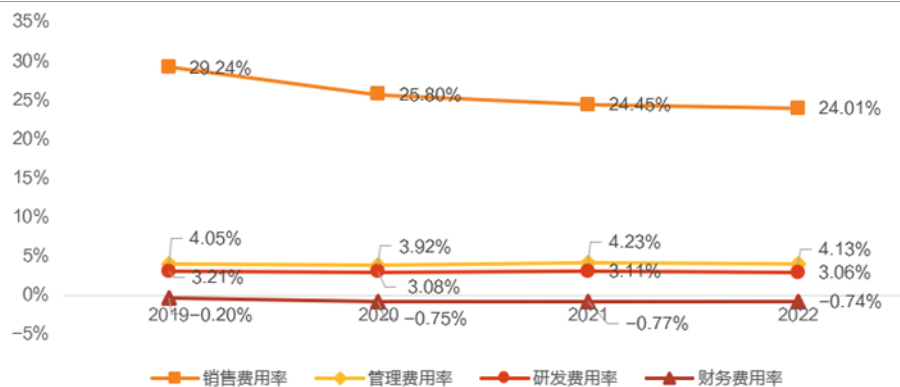


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.4.3. 费用率控制有效，期间费用率持续下降

费用控制有效，销售费用率 19-22 分别为 29%、26%、24%、24%，销售费用率 20-22 基本稳定。2019-2022，公司的期间费用率为 36.30%/32.04%/31.03%/30.46%，其中 20 年利息收入有较大增长，主要系 19 年底股份制改革轻纺集团增资率提高所致，销售、研发、管理费用率总体维持稳定。

图 15：2019-2022 公司销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

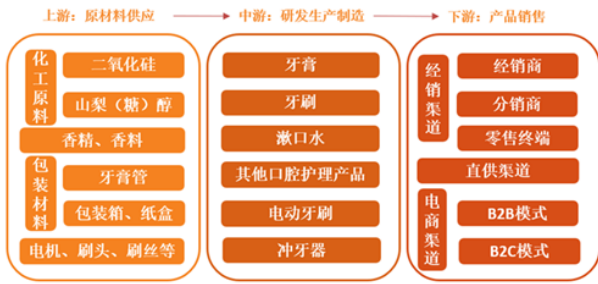
2. 口腔护理用品市场广阔，国货崛起份额持续提升

2.1. 行业稳健增长，电动及口腔护理新品类更具潜力

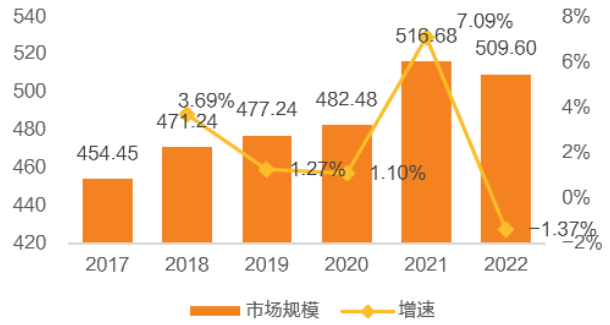
口腔护理用品产业链上游为原材料供应环节，中游为产品研发、生产和制造，下游为产品销售环节。根据欧睿国际数据，2017-2022 年全球口腔护理市场规模 CAGR 为 2.32%，22 年全球市场规模为 509.6 亿美元，全球口腔护理市场整体规模近年维持增长。

图 16：口腔清洁护理用品行业产业链

图 17：2017-2022 全球口腔护理市场规模（亿美元）及增长率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

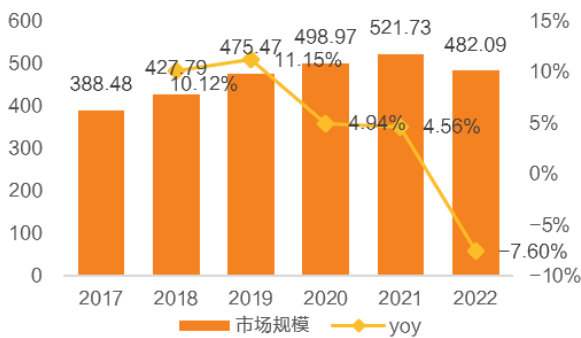


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

口腔清洁护理用品行业规模持续稳定增长。随着国民整体对口腔健康及美丽重要性意识提升和消费升级的推动，口腔护理用品市场规模呈上升趋势。根据欧睿国际数据，2022 年我国口腔清洁市场规模为 482.09 亿元，同比-7.60%，22 年行业规模略有下滑，整体来看 2017-2022 年中国口腔护理市场规模 CAGR 为 4.4%，增速高于全球市场。

根据 CBNDATA 发布的报告，2020 年我国人均口腔消费支出仅为 136 元，我国口腔行业起步较晚，与国外的发展水平仍有一定差距。根据欧睿国际预测，2026 年我国口腔清洁护理用品市场规模将达到 678 亿元。预计未来随着国民在口腔清洁护理领域的投入不断增加，口腔清洁护理领域仍有较大市场潜力。

图 18：2019-2022 中国口腔护理市场规模 (亿元) 及增长率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 19：2020 各国人均口腔消费支出对比 (元)



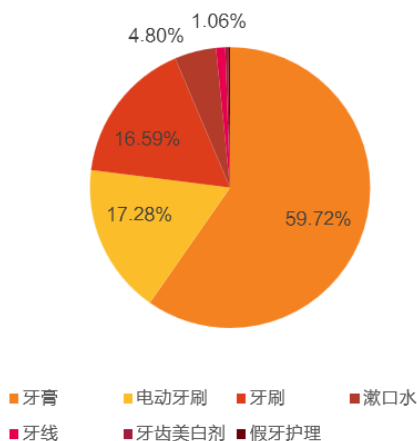
资料来源：MedTrend，前瞻产业研究院，CBNDATA《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察》，天风证券研究所

牙膏为最大的口腔清洁护理品类。在产品的消费结构上，牙膏、牙刷是口腔清洁护理市场的主要品类，根据欧睿国际 2021 年牙膏/牙刷/电动牙刷/漱口水/牙线营收分别为 311.58/90.16/86.56/25.04/5.53 亿元，占我国口腔护理清洁用品的比重分别为 59.72%/17.28%/16.59%/4.80%/1.06%。

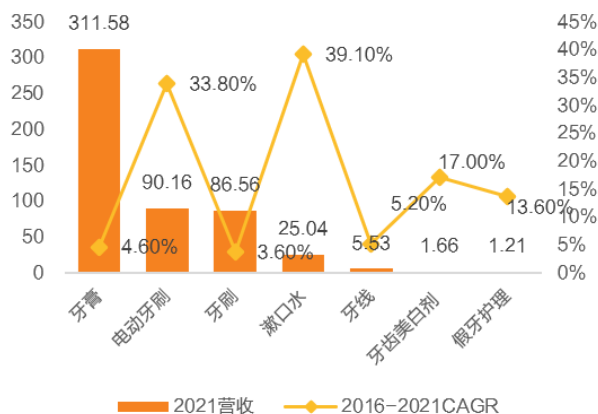
新品类发展迅速，电动牙刷、漱口水增速靓丽。随着消费需求多样化和个性化，推动口腔清洁护理用品行业的细分及纵深化发展，带动牙膏、牙刷之外的口腔清洁护理细分市场的发展。根据欧睿国际数据，电动牙刷、漱口水 2016-2021 年的 CAGR 分别为 33.80%、39.10%，增速远高于其他细分市场。

图 20：2021 中国各类型产品市场占比

图 21：2021 年中国各产品营收 (亿元) 及复合增长率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所



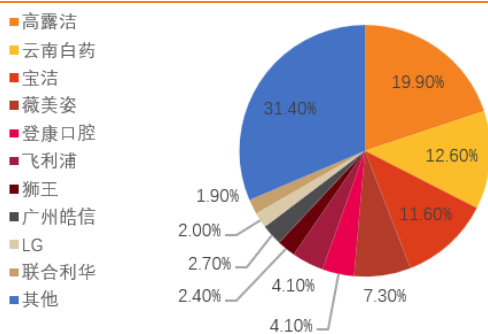
资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2. 行业竞争格局好，本土品牌份额提升

2.2.1. 本土口腔护理品牌差异化竞争

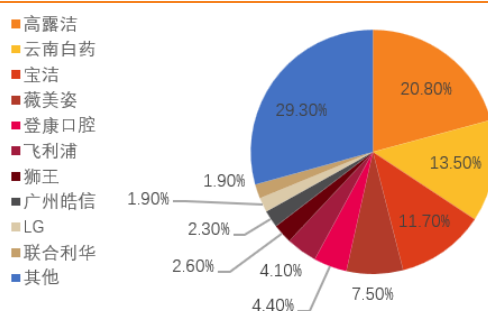
口腔清洁护理用品市场中，头部企业市场规模突出，具有良好的市场品牌效应。根据欧睿国际数据，2022年全国口腔清洁用品按零售渠道计量，前十名企业占有70.7%的市场份额，同比+2.1pct。

图 22：2021 年口腔清洁护理用品前十公司市场份额



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

图 23：2022 年口腔清洁护理用品前十公司市场份额



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

国货崛起，国产品牌突破重围份额持续提升。上世纪，外资品牌强势进入市场展开品牌收购，基本垄断我国口腔清洁护理用品高端市场。近年来越来越多的国内品牌通过自主研发创新，不断提升产品品质、营销能力、改善品牌形象，增强品牌核心竞争力，国内品牌呈现良好的发展势头。

2015-2022 年，本土品牌契合消费者美白、护龈、抗糖、清新口气等多样化、差异化需求推陈出新，渠道上深耕线下，线上通过电商等新媒体渠道推广，实现市场份额增长，其中云南白药、登康口腔增速明显，云南白药市占率从 2015 年的 11.50%提升至 2022 年的 13.50%，登康口腔市占率从 2015 年的 3.60%提升至 2022 年的 4.40%。

表 3：2015、2019、2022 年中国市场前十名公司市场份额（按零售渠道计量）

	2015	2019	2022
高露洁	27.10%	20.80%	20.80%
云南白药	11.50%	10.80%	13.50%
宝洁	14.90%	12.10%	11.70%
薇美姿	3.80%	7.70%	7.50%
登康口腔	3.60%	3.70%	4.40%
飞利浦	1.60%	4.50%	4.10%

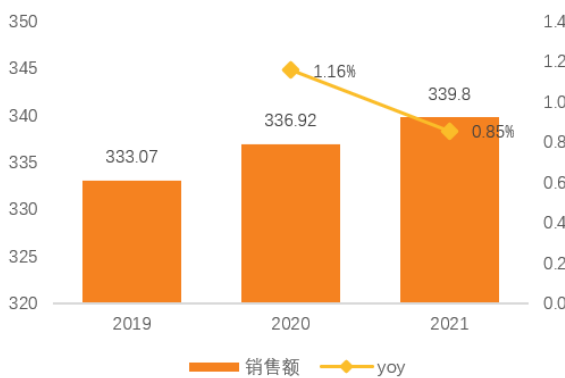
狮王	1.50%	1.60%	2.60%
广州皓信	0.10%	1.00%	2.30%
LG	2.40%	2.10%	1.90%
联合利华	6.10%	2.60%	1.90%

资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

2.2.2. 牙膏市场集中度更高，2021 年线上占比 24%持续提升

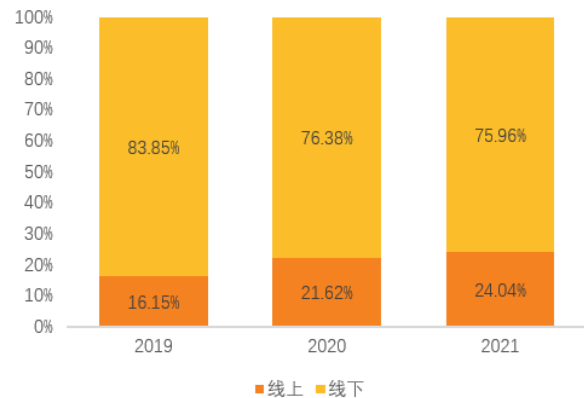
牙膏为口腔护理用品中份额最大的品类，根据尼尔森数据，2019、2020、2021 年我国牙膏市场规模分别为 333.07/336.92/339.8 亿元。其中，线上销售占比持续提升，从 2019 年的 16.15%提升至 2021 年的 24.04%，我国电子商务市场成熟，牙膏属于日用品品类，我们认为线上销售占比或持续提升。

图 24：2019-2021 国内牙膏市场规模（亿元）及增速



资料来源：尼尔森零售研究报告，招股说明书，天风证券研究所

图 25：2019-2021 国内牙膏市场规模线上线下占比

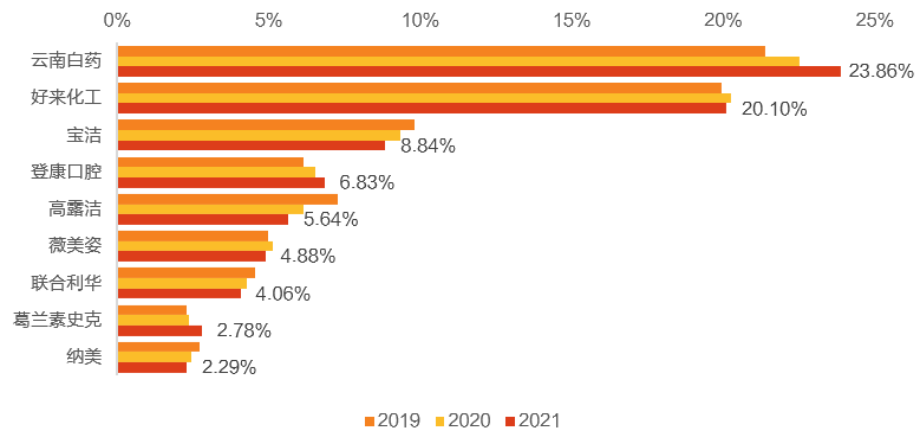


资料来源：尼尔森零售研究报告，招股说明书，天风证券研究所

在口腔护理用品中，牙膏市场更为集中。根据尼尔森零售研究数据，21 年牙膏品牌按全国渠道零售计量，前十厂商市场份额合计达 75%，前五厂商占有 59.50%的市场份额。

国货牙膏品牌线下销售份额持续提升中。2019-2021 年云南白药、冷酸灵（登康口腔）等本土品牌通过产品结构的持续升级、渠道运作的持续精耕、风险应对的快速响应等，持续提升市场份额，2021 年云南白药、登康口腔在整体牙膏线下市场市占率分别为 23.86%、6.83%。

图 26：2019-2021 年牙膏行业主要厂商线下渠道销售份额变动情况



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

2.3. 差异化产品迎合市场需求，功能性、儿童产品、电动产品多点开花

根据前瞻产业研究院数据显示，2017-2020 年口腔诊疗比年复合增长率为 12.4%。我国民

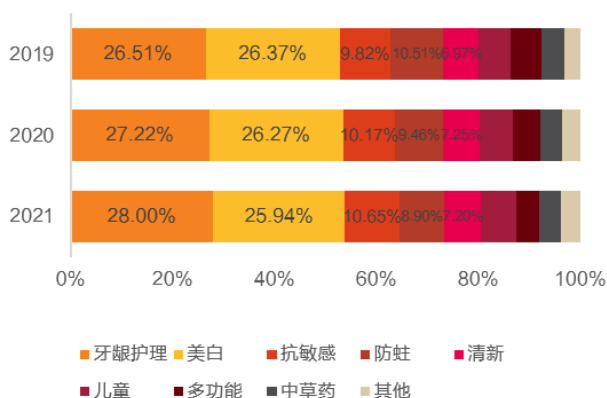
众对口腔健康的重视和口腔美化的需求逐渐提高，推动口腔清洁护理用品行业向着口腔大健康及口腔医疗产业加速迈进。

2.3.1. 口腔问题推动口腔清洁行业产品功效需求多元化

在产品功效上，牙龈护理、美白和抗敏感牙膏为消费者购买的主要品类，21 年我国线下市场份额占比分别为 28.00%、25.94%、10.65%。2019-2021 年，美白类牙膏市场份额持续萎缩，牙龈护理、抗敏感和儿童等强功效、高溢价的功能品类持续提升。

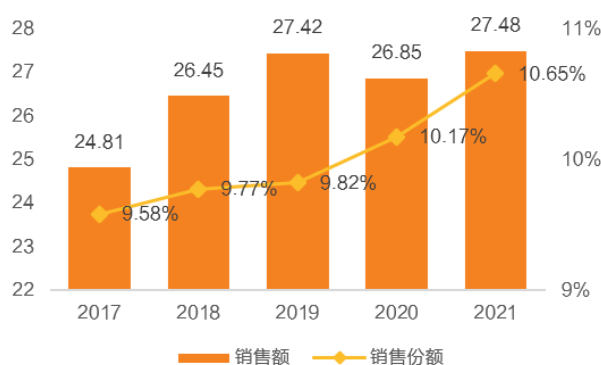
2017-2021 年敏感牙膏市场规模 CAGR 为 2.59%。我国居民饮食结构复杂多变，牙本质敏感人群呈现出扩大化和年轻化发展趋势，牙本质敏感人群的占比不断提升，进而带动抗敏感牙膏消费增长。根据尼尔森零售研究数据显示，2017-2021，抗敏感牙膏市场规模持续增长，2021 年我国线下渠道抗敏感牙膏市场零售规模达 27.48 亿元，同比+2.35%，2021 年销售份额为 10.65%，为牙膏品类中第三大线下细分市场。

图 27：2019-2021 年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

图 28：2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场规模（亿元）及份额占比

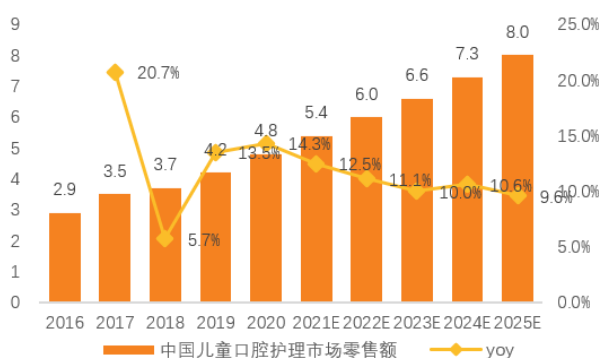


资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

2.3.2. 儿童口腔用品行业 2020 年约 48 亿，渗透率呈持续提升

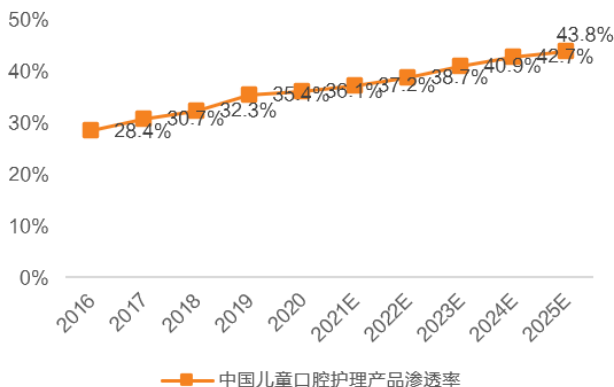
中国儿童口腔护理市场规模 2020 年为 48 亿元，2016-2020 年复合增长率为 13.4%，弗若斯特沙利文预计 2025E 的市场规模达到 80 亿元。2016-2020 年儿童基础口腔护理产品渗透率持续提升，2020 年渗透率为 36.1%，还有较大提升空间。

图 29：中国儿童口腔护理市场零售额（单位：十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，微美姿招股说明书，天风证券研究所

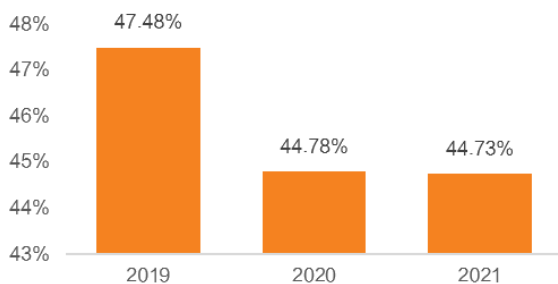
图 30：中国儿童口腔护理产品渗透率



资料来源：弗若斯特沙利文，微美姿招股说明书，天风证券研究所

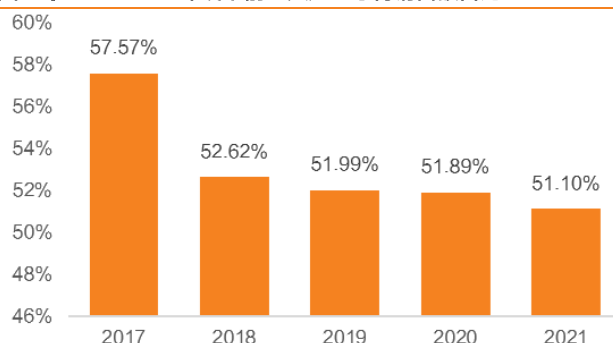
牙刷、儿童口腔品类头部品牌占比相对稳定。2019-2021 年，牙刷前十大品牌总体份额占比在 45%左右。2021 年儿童品类产品线下渠道零售额市场规模 25.94 亿元。其中前五大牙膏品牌企业的市场份额为 51.10%，同比+0.79pct；2021 年，前五大儿童牙刷品牌企业全渠道市场份额占比为 35.43%。

图 31：2019-2021 年牙刷前十厂商线下渠道销售份额占比



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

图 32：2019-2021 年线下前五大儿童牙膏销售额占比

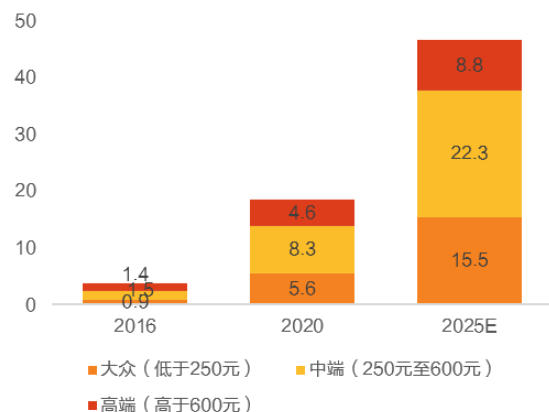


资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

2.3.3. 电动牙刷消费者偏高度高，刷渗透率仅个位数

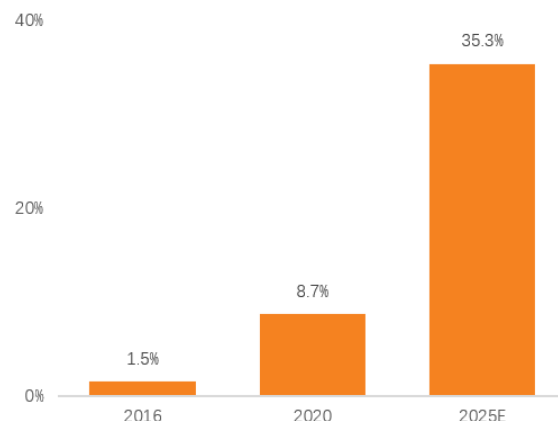
2020 年中国电动牙刷的市场规模为 185 亿元，其中大众、中端、高端产品市场规模分别为 56/83/46 亿元，行业渗透率从 2016 年的 1.5% 提升至 2020 年的 8.7%，依旧存在较大提升空间。近年电动牙刷、冲牙器等一系列电动口腔护理品类赢得消费者青睐。

图 33：中国电动牙刷市场零售额（单位：十亿元）



资料来源：中国家用电器协会，弗若斯特沙利文，薇美姿招股说明书，天风证券研究所

图 34：中国电动牙刷产品渗透率

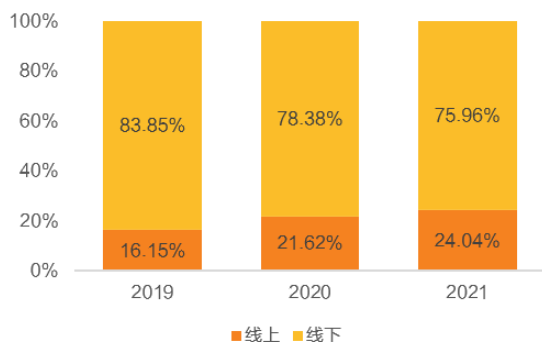


资料来源：弗若斯特沙利文，薇美姿招股说明书，天风证券研究所

2.4. 线上化率提升为行业大趋势，头部品牌渠道优势明显

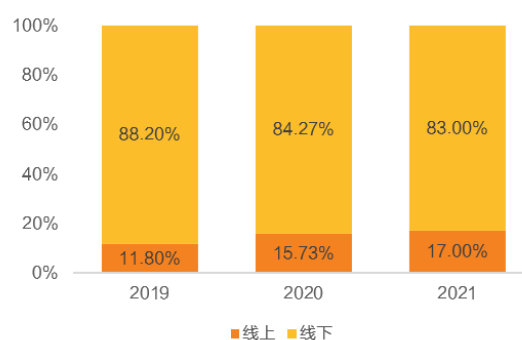
线上销售比例逐年增加。21 年牙膏、牙刷线上销售额占比分别为 24.04%、17.00%，同比+2.42pct、+1.27pct，线下市场在销量下滑减缓和均价上涨的共同带动下，销售降幅有所收窄，线上市场受消费习惯转移的影响，销售规模及市场份额占比持续提升。

图 35：2019-2021 年牙膏市场线上、线下销售额占比



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

图 36：2019-2021 年牙刷市场线上、线下销售额占比



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

3. 抗敏牙膏细分赛道领导者，多品牌、多渠道协同发展

3.1. 成人口腔产品为基本盘，儿童、电动等产品更待发力

3.1.1. 产品品牌知名度高，冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市占率约 60%

公司实行多品牌、多品类、多品种的发展战略，产品方面，2022 年公司成人基础口腔护理/儿童基础口腔护理/电动口腔护理/口腔医疗及美容护理产品的收入分别是 11.88/0.99/0.05/0.19 亿元。核心品牌“登康”“冷酸灵”，以及高端专业口腔护理品牌“医研”。儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”。形成成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理、口腔医疗与美容护理四大产品矩阵。

表 4: 公司产品拆分

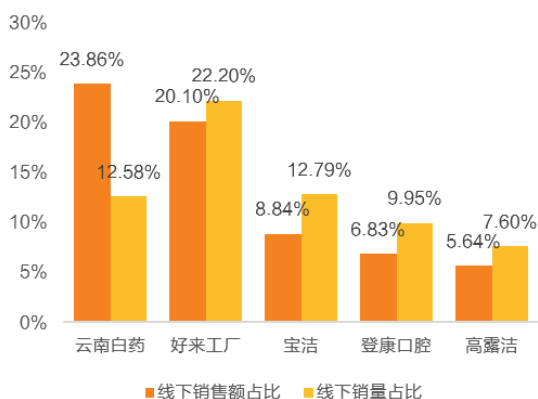
单位(百万元)	2019	2020	2021	2022
成人基础口腔护理产品				
收入	886.25	947.04	1026.16	1188.46
yoy		6.9%	8.4%	15.8%
毛利率(%)	41.4%	40.7%	41.0%	39.8%
其中				
成人牙膏	773.46	841.8	899.52	1052.95
yoy		8.8%	6.9%	17.1%
毛利率(%)	43.5%	42.4%	42.6%	41.0%
成人牙刷	112.78	105.24	126.64	135.51
yoy		-6.7%	20.3%	7.0%
毛利率(%)	27.2%	27.2%	29.0%	30.4%
儿童基础口腔护理产品				
收入	53.10	73.53	98.38	98.66
yoy		38.5%	33.8%	0.3%
毛利率(%)	55.9%	55.6%	55.0%	51.0%
其中				
儿童牙膏	40.71	60.32	74.53	72.10
yoy		48.2%	23.6%	-3.3%
毛利率(%)	63.2%	61.1%	59.9%	54.5%
儿童牙刷	12.39	13.21	23.85	26.56
yoy		6.6%	80.5%	11.4%
毛利率(%)	31.7%	30.4%	39.8%	41.5%
电动口腔护理产品				
收入	2.03	3.82	6.66	5.03
yoy		88.2%	74.3%	-24.5%
毛利率(%)	57.7%	35.7%	35.2%	18.1%
口腔医疗与美容护理等产品				
收入	0.29	3.15	8.91	18.93
yoy		986.2%	182.9%	112.5%
毛利率(%)	18.5%	32.4%	36.5%	35.1%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

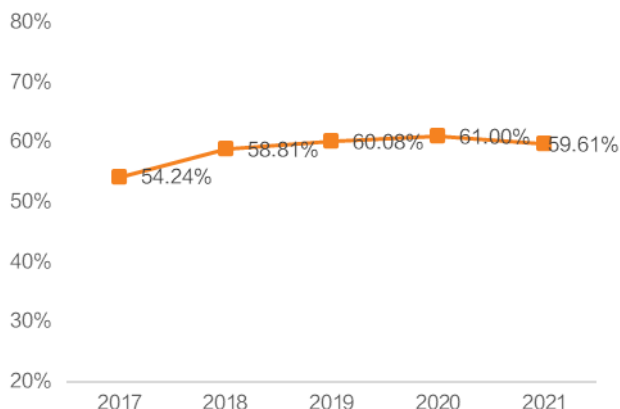
公司的牙膏市场份额位居行业第四、本土品牌第二，冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市占率约 60%。公司牙膏业务规模持续稳健增长，在线下的销售渠道中，牙膏产品的零售额市场份额占比为 6.83%、销量市场份额占比 9.95%。公司主打品牌“冷酸灵”经过多年培育发展，已成长为我国抗敏感牙膏细分领域领导品牌，“冷酸灵”品牌在抗敏感牙膏细分领域的线下零售市场份额占比持续稳定在 60%左右。

图 37: 2021 年牙膏前五厂商销售额及销量市场份额

图 38: 2017-2021 冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市场销售额占比



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

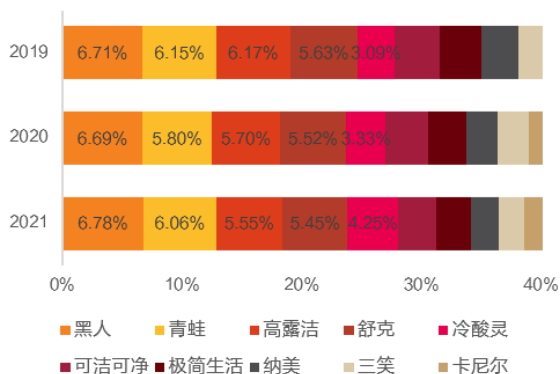


资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

冷酸灵品牌牙刷线下市场占有率持续提升。根据尼尔森零售研究数据，冷酸灵品牌牙刷 2021 年线下零售额占比为 4.25%，同比+0.92pct，并作为前十品牌中市场份额连续增长的两个品牌之一，以 21.06%的同比高增速挺进行业第五，本土品牌第三。未来随着公司继续充分利用品牌优势、渠道营销优势，抓住牙刷品类对创新与颜值的需求契机，市场占有率有望持续提升。

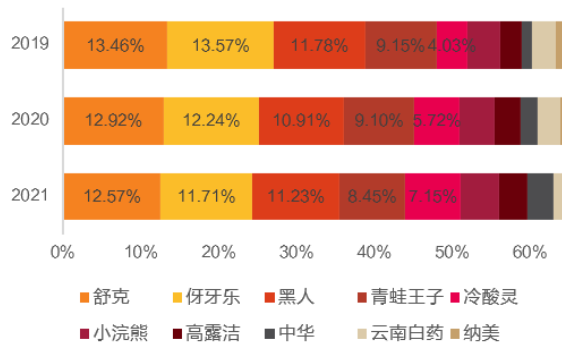
儿童口腔清洁业务市场份额持续扩大，牙膏、牙刷市场销售额增速可观。公司积极研发和推广儿童口腔清洁护理业务，于 2014 年推出“贝乐乐”儿童护理品牌，以食品级甄选品质、趣味儿童刷牙吸管和热门儿童 IP，获得良好的销售业绩和客户与消费者的一致认可。根据尼尔森零售研究数据，2021 年“贝乐乐”儿童牙膏、牙刷零售额同比+27.54%、+65.56%，增速行业领先。21 年公司儿童牙膏线下零售市场份额为 7.15%，行业排名第五；儿童牙刷线下零售市场份额为 5.66%，行业排名第三。

图 39：2019-2021 线下牙刷前十品牌销售份额



资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

图 40：2019-2021 线下儿童牙膏前十品牌销售份额

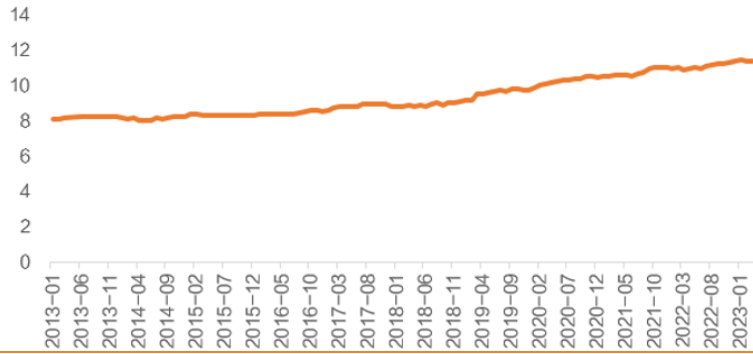


资料来源：尼尔森零售研究数据，招股说明书，天风证券研究所

3.1.2. 口腔护理用品价格逐年小幅提升，积极布局中高端市场

整体行业牙膏产品单价持续提升，公司顺应牙膏高端化、多样化趋势优化产品结构，19-22 年公司牙膏产品量价齐增。随着国民素质的提高和口腔健康理念的转变，消费者逐步转向购买更多的品牌产品和中高端产品，行业消费规模和产品价格中枢稳步上移。

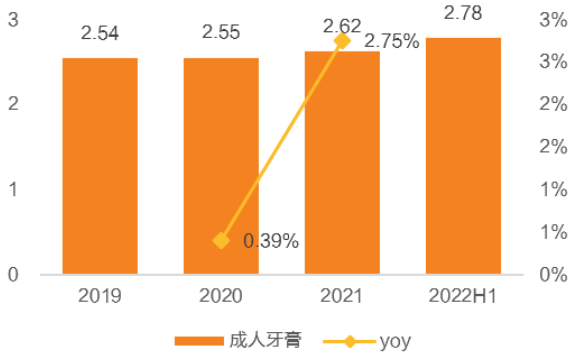
图 41：2013-2023 大中城市牙膏平均价格（元/盒）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

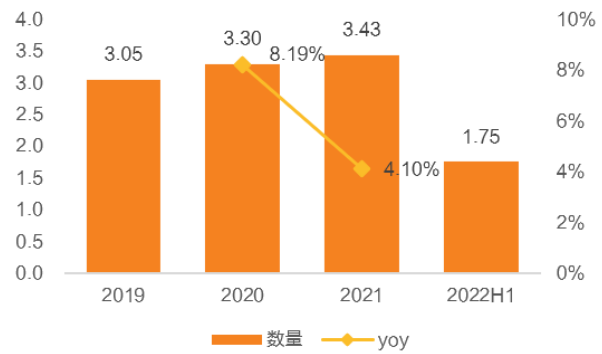
2019-2022 年上半年, 公司成人牙膏的销售单价分别为 2.54 元/100g、2.55 元/100g、2.62 元/100g 和 2.78 元/100g, 小幅稳步提升主要原因为公司优化产品结构, 中高端产品占比有所提升。销量方面, 20、21 年公司成人牙膏销量分别同比提升 8%、4%。2019-2022 年, 公司成人牙膏的毛利率分别为 43.5%、42.4%、42.6%、41%, 2022 年毛利率下降, 2022 年上半年, 公司牙膏管采购价格同比提升, 自产中高端产品对应的包装盒单价较高, 2022 年上半年牙膏管采购单价 0.66 元/支, 2021 年为 0.51 元/支。

图 42: 公司成人牙膏整体单价 (元/100g) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

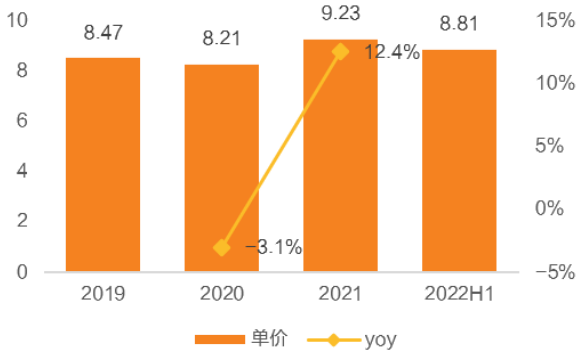
图 43: 公司成人牙膏销售数量 (万吨) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

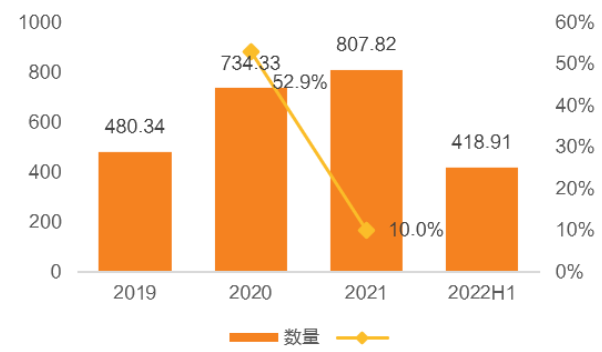
2020 年公司加大了“贝乐乐”儿童牙膏的整合传播、线上线下渠道分销覆盖以及终端促销推广活动, 儿童牙膏单价下滑 3.08%, 销量大幅提升 52.88%, 推动儿童牙膏快速成长。21 年维持终端促销策略, 同时对儿童产品矩阵完善和产品升级, 高端新品推出后销售单价有所上升。2019-2022 年, 公司儿童牙膏的毛利率分别为 63.2%、61.1%、59.9%、54.5%。

图 44: 公司儿童牙膏整体单价 (元/100g) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

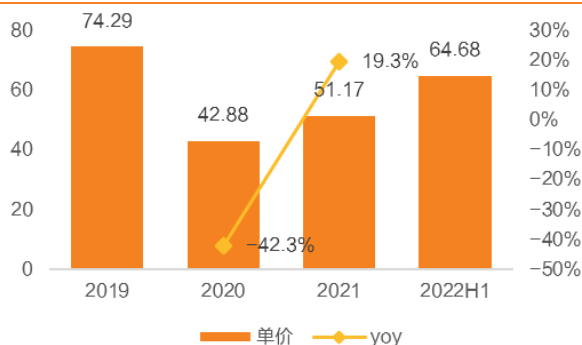
图 45: 公司儿童牙膏销售数量 (万吨) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

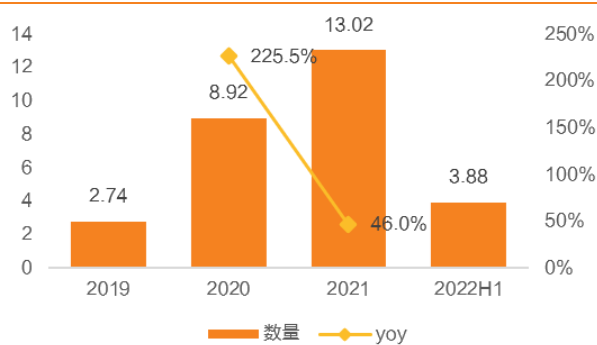
电动牙刷销量增长靓丽, 日月系列产品销售占比提升。2020 年开始公司大力拓展电动牙刷电商及经销渠道, 2021 年公司推出价格较高的日月系列电动牙刷并加大儿童系列产品的推广力度, 销售单价上升 19.34%。22 年上半年, 随着成人电动牙刷日月系列销售占比进一步提升, 电动牙刷单价进一步提升。

图 46: 公司电动口腔护理产品单价 (元/支) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

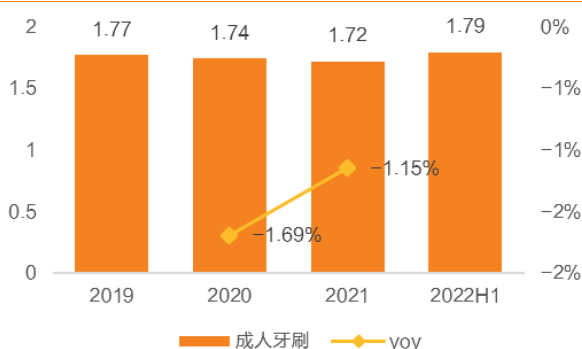
图 47: 公司电动口腔护理产品销售数量 (万支) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

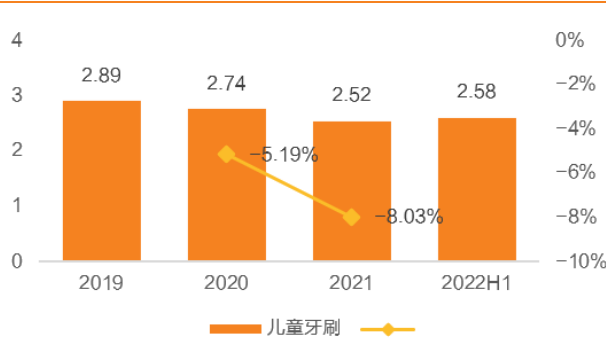
牙刷毛利率持续提升, 销售均价稳定。2019 和 2022 年, 公司成人牙刷毛利率分别为 27.2%、30.4%, 儿童牙刷毛利率分别为 31.7%和 41.5%。牙刷毛利率持续提升主要由于规模效应及推进降本增效, 公司优化了采购策略, 控制采购成本。销售价格方面, 公司采取了更具竞争力的产品价格策略提升牙刷市场占有率, 2022 年 H1, 推动牙刷产品焕新升级, 牙刷销售单价有所提升。

图: 公司成人牙刷单价 (元/支) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 48: 公司儿童牙刷销售数量 (元/支) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.2. 抗牙齿敏感技术业内领先, 研发投入持续加强

抗牙齿敏感技术业内领先, 抗敏感为基拓展产品矩阵。作为国家级高新技术企业, 公司已取得包括生物活性玻璃陶瓷专效修复、双重抗敏感等多项专利, 以生物陶瓷材料技术为核心构建医研高端牙膏产品, 双重抗敏感技术实现成果转化 18 项, 应用于成人牙膏专研平台的产品中。公司口腔护理业务重点聚焦抗敏感功能领域, 打造以抗牙齿敏感技术为核心的“1+X”核心技术壁垒, 拓展基于抗敏感为核心的强相关产品市场, 积极布局抗敏感 3.0 技术矩阵, 满足儿童、老年等不同年龄段口腔健康需求, 不断强化和丰富防蛀、抑菌、护龈等问题技术矩阵。

图 49: 公司抗敏感 3.0 技术矩阵

图 50: 公司 1 抗敏+X 产品矩阵部分产品展示

抗敏感3.0技术矩阵

1.0 锶盐抗敏技术	2.0 双重抗敏技术	3.0 生物矿抗敏技术
含锶盐的抗敏感技术解决牙膏配方稳定性关键技术问题, 经临床验证对牙本质过敏效果显著, 开创了“冷酸灵”中国第一个专业抗敏感牙膏品牌。	含锶盐和钾盐双重抗敏技术获得中国发明专利, 专利产品连续多年在抗敏感领域稳居行业国内有品牌第一名, 该技术获得口腔清洁护理行业重大科技成果一等奖。	含生物活性陶瓷材料的抗敏技术获得中国发明专利, 该技术对推动口腔护理用品领域技术革新起到重要作用, 获得国家轻工联合会科技进步奖。

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

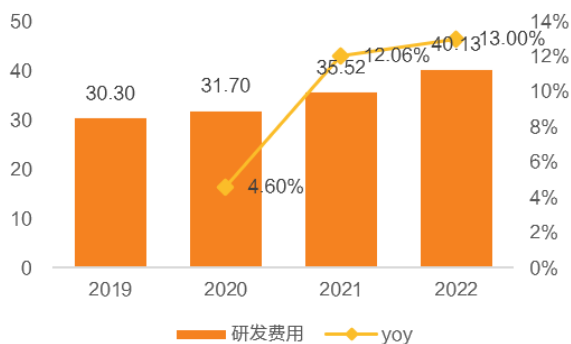
冷酸灵专研抗敏 (美白) 冷酸灵专研抗敏 (植物碳)



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

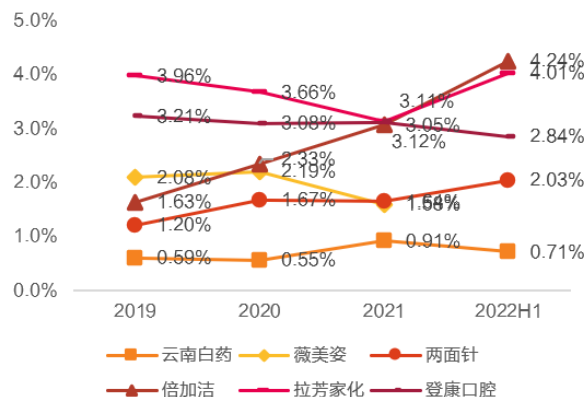
登康口腔坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的科技创新机制, 随着规模的增长, 公司研发费用逐年增长, 2022 年公司的研发费用率为 3.06%。随着消费品行业市场竞争加剧, 研发对于企业提升产品竞争力愈加重要, 公司研发费用率高于可比公司的均值。

图 51: 2019-2022 公司研发费用 (百万元) 及增长率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

图 52: 2019-2022H1 公司和可比公司的研发费用率

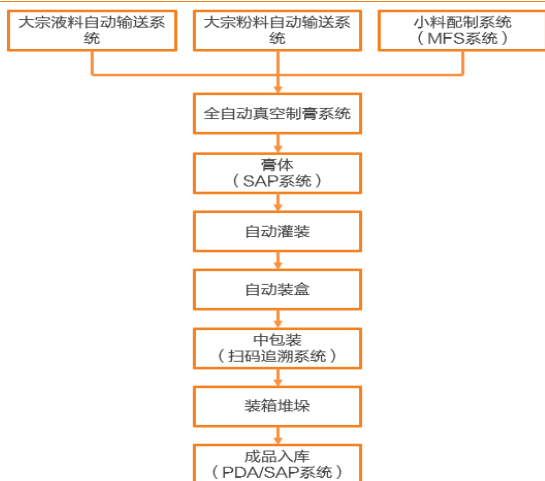


资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所 注: 薇美姿 2021 年度研发费用率为 2021 年 1-9 月研发费用率。

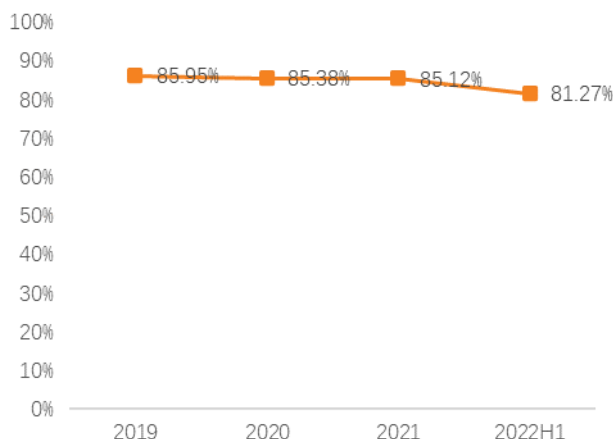
已形成自动化、集成化、柔性化牙膏生产工艺技术。公司牙膏生产线需要结合市场需求安排相应系列产品生产, 产能利用率维持在 85%左右, 整体生产情况饱和。公司牙膏生产采用“一步法”制膏生产工艺, 确保制膏过程密闭化和自动化。同时, 公司拥有先进的无水牙膏生产工艺, 突破行业内诸多技术难题, 陆续开发彩条牙膏、变色牙膏、双层牙膏、无醇漱口水、洁牙泡沫等特色产品, 并根据产品特点进行高效协同的工艺开发。

图 53: 公司牙膏生产工艺流程

图 54: 2019-2022H1 牙膏的产能利用率



资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司技术、研发和产品优势突出。公司始终坚持构建企业核心技术，多年来持续开展口腔健康基础研究和核心技术科研攻关，强化专业化和数字化口腔健康技术储备和生产转化能力，公司拥有国家级工业设计中心、CNAS 国家认可实验室和重庆市企业技术中心、重庆市工程研究中心、重庆市工业和信息化重点实验室、重庆市博士后科研工作站等省部级创新平台，建成了行业内首家抗牙齿敏感研究中心，在坚持自主研发的同时，不断探索产学研医深度融合的道路。公司产品质量获社会广泛认可，是重庆市首家获得全国市场质量信用等级（AAA）暨全国用户满意标杆企业。

表 5：公司获得的部分科学技术类荣誉

获得时间	荣誉称号或事项	颁发主体	被授予对象的范围和数量
2019 年	重庆市工业和信息化重点实验室	重庆市经济和信息化委员会	授予对象为主要依托具有行业技术创新优势企业的重点实验室。
2020 年	全国市场质量信用	中国质量协会	授予对象为在市场质量意愿、质量保障能力、市场经营能力和用户认可度等方面具有行业和区域标杆引领作用的企业。
2020 年	重庆市企业技术中心	重庆市经济和信息化委员会	在全市同行业中具有较强的创新人才优势等条件的企业技术中心。
2020 年	重庆市级工业设计中心	重庆市经济和信息化委员会	授予对象为重庆市范围内符合《重庆市市级工业设计中心认定管理办法》规定的企业工业设计中心和工业设计企业。
2021 年	国家级工业设计中心	工业和信息化部办公厅	授予对象为工业设计创新能力强、特色鲜明、管理规范、业绩突出，发展水平居全国先进地位的企业工业设计中心。
2022 年	CNAS 国家认可实验室	中国合格评定国家认可委员会	授予对象为经中国合格评定国家认可委员会（CNAS）正式认可的实验室。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 传统经销渠道稳定经营，电商业务蓄势待发

公司构建以经销模式、直销模式、电商模式为主的渠道体系，2022H1 公司经销渠道/直销渠道/电商渠道分别收入 4.7、0.27、1.1 亿元，公司主要以经销渠道为主，电商渠道 20\21 年分别增长 54%、70%，增速靓丽。

表 6：公司渠道拆分

单位（百万元）	2019	2020	2021	2022H1
经销渠道				
收入	815.72	882.46	930.41	473.80
yoy		8%	5%	
毛利率	37.7%	41.5%	42.7%	42.3%
直销渠道				
收入	62.92	46.87	54.42	27.31

yoy		-26%	16%	
毛利率	54.9%	54.8%	60.1%	56.1%
电商渠道				
收入	57.44	88.47	150.20	105.58
yoy		54%	70%	
毛利率	33.3%	38.9%	32.0%	35.8%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

销售网络体系层次分明, 经分销商覆盖全国数十万家零售终端。经销模式覆盖的终端渠道有 KA 渠道 (包括连锁大卖场机连锁商超渠道)、分销渠道 (包括中小型超市、社区店、日杂店等)、新零售基于特通渠道 (包括母婴店); 采用直供模式覆盖部分 KA 渠道及团购客户; 采用电商模式实现电商渠道及平台的快速拓展。公司针对不同终端渠道制定了不同的运作模式和策略, 实现了全国各级区域市场及渠道的高效覆盖。

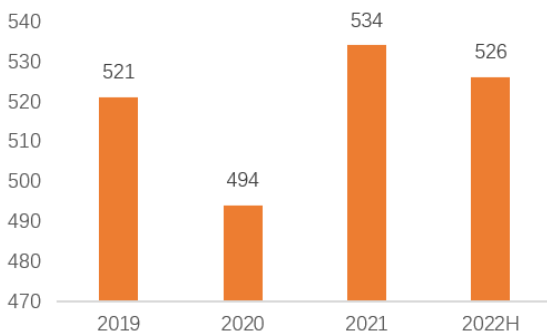
表 7: 公司经销商所覆盖的主要终端渠道

终端渠道类型	终端渠道介绍
KA 渠道	KA 渠道是口腔护理用品在线下销售的主要渠道, 主要是指具有一定规模的连锁型大卖场、超市或便利店等零售系统。
分销渠道	分销渠道是指非连锁的单体超市、生鲜店、食杂店等零售终端所组成的渠道。一般情况下, 厂家需要通过不同地域和层级的经分销商客户来实现深度的覆盖和分销服务。
特通渠道	特通渠道是指除了 KA、分销以及电商渠道以外, 能够触达消费者实现销售的渠道, 其中包括了零售药房、团购等渠道。

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

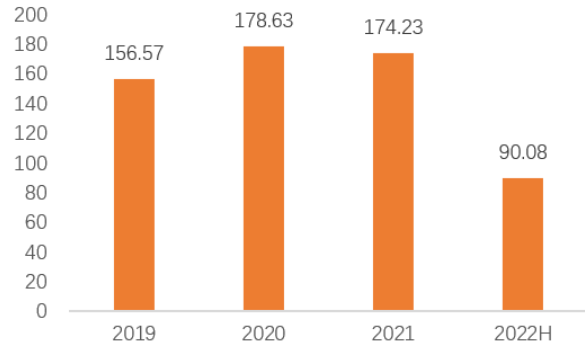
重心下沉, 开发打造独特的三四线市场开发运营模式, 拓展县城市场渠道壁垒。公司拥有覆盖全国的营销网络, 经销商及分销商覆盖终端数十万家。2022 年上半年, 公司拥有经销商 526 家, 我们以经销业务收入除以经销商数量, 19、20、21 年单个经销商提货额分别为 157、179、174 万元/家, 单个经销商平均提货额呈上升趋势。针对下沉市场, 公司协同经销商在县城市场开拓分销商, 实施严格的制度及管理办法, 形成经分销商两级渠道代理的运作模式, 成为口腔护理用品品牌中县域市场运作的典范。

图 55: 公司经销商家数 (家)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

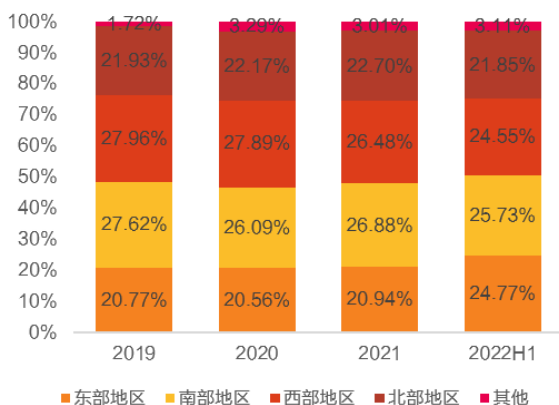
图 56: 单个经销商提货额 (万元/家)



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

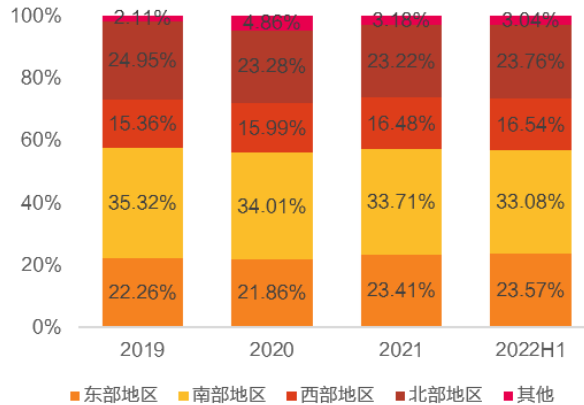
经销渠道深耕重庆, 积极向全国拓展。公司经销收入在各大区域间基本分布均衡, 西部地区 and 南部地区的收入占比相对较高, 22 年 H1 收入占比分别为 24.55%、25.73%。公司扎根重庆, 以重庆为中心的西部地区市场具备行业领先的品牌号召力和市场渗透率, 消费者认可度高, 带动西部地区经销商取得领先于其他地区经销商户均销售业绩。南部地区市场竞争更为激烈, 单户经销商贡献的销售规模相对较小。同时公司积极对接社区团购业务, 推动东部地区的销售增长加快, 22 年 H1 收入占比提升至 24.77%。

图 57：公司在各大区域的经销商收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 58：公司在各大区域的经销商数量占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

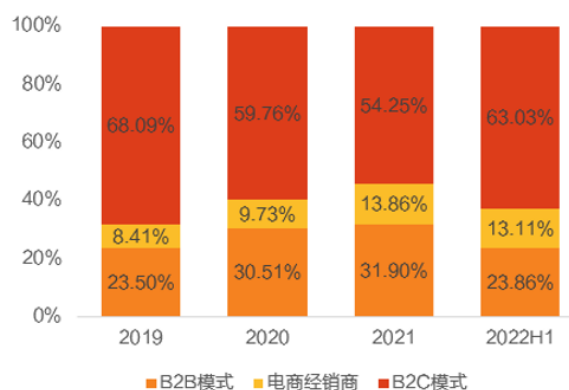
线上市场增长迅速，三类渠道同步发力。公司适应市场快速变化，加大线上的市场投入、产品创新及渠道开发的力度，链接专业电商平台、协同三方运营机构，推动电商模式收入高增，21 年公司电商渠道收入占比为 13.17%。其中 B2B 模式、电商经销商和 B2C 模式 21 年分别实现收入 47.90/20.81/81.48 亿元，同比+77.47%/+141.88%/+54.11%。公司大力推进大事业部制电商运营组织模式，创立互联网长效人才机制和高效激励机制，推动电商模式收入增长。

图 59：2019-2022H1 公司线上平台收入（百万元）及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 60：2019-2022H1 公司线上平台收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

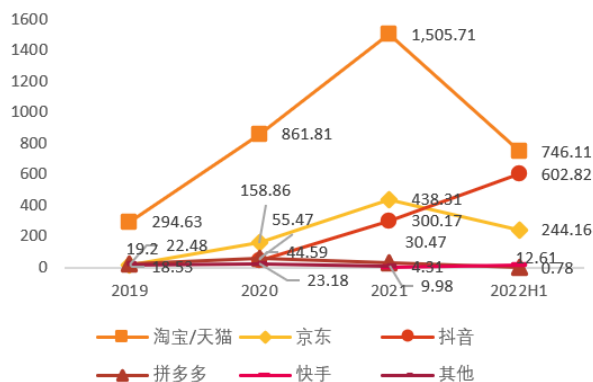
公司加大了线上的投入力度。21 年广告宣传投放推迟，广告费用有较大幅度的下降，相应促销费用大幅增加，促进市场份额的提升。22 年上半年，电商渠道在促销费用中的占比为 43.63%。公司不断加大主流中心电商平台（天猫，京东等平台）的投入，布局兴趣电商、私域电商等新兴电商平台。公司电商渠道推广费用投入呈上升趋势，主要为淘宝/天猫、抖音及京东平台的推广费用，推动淘宝、抖音及京东平台的收入增加。

图 61：公司电商平台及推广类型

图 62：公司电商推广费（万元）

电商平台	推广费用类型
淘宝/天猫	直通车、超级钻展、引力魔方等
京东	京东快车、京东展位、京东直投等
抖音	巨量千川、达人带货、店铺自播等
拼多多	全站推广、多多搜索等
快手	磁力金牛、达人带货等

资料来源：招股说明书，天风证券研究所



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

4. 盈利预测

核心假设

- 1、成人口腔护理产品：预计 23-25 年收入增速 14-17%，毛利率维持稳定；
- 2、儿童口腔护理产品：预计 23-25 年收入增速 25-30%，毛利率维持 50-51%区间；
- 3、电动口腔护理产品：预计 23-25 年收入增速 20-30%，毛利率维持稳定；
- 3、口腔医疗与美容护理等产品：预计 23-25 年收入增速 50%，毛利率维持稳定；

表 8：收入拆分

单位 (百万元)	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	943.92	1,029.59	1,142.52	1,313.33	1,556.29	1,798.79	2,083.94
yoy		9%	11%	15%	18%	16%	16%
毛利率	42.2%	41.7%	42.1%	40.6%	40.7%	40.7%	40.7%
主营业务收入拆分：							
成人基础口腔护理产品							
收入	886.25	947.04	1026.16	1188.46	1390.50	1585.17	1807.09
yoy		6.90%	8.40%	15.80%	17.0%	14.0%	14.0%
毛利率(%)	41.40%	40.70%	41.00%	39.80%	40.00%	40.00%	40.00%
儿童基础口腔护理产品							
收入	53.1	73.53	98.38	98.66	128.26	160.32	200.40
yoy		38.50%	33.80%	0.30%	30.0%	25.0%	25.0%
毛利率(%)	55.90%	55.60%	55.00%	51.00%	51.00%	50.00%	50.00%
电动口腔护理产品							
收入	2.03	3.82	6.66	5.03	6.54	7.85	9.42
yoy		88.20%	74.30%	-24.50%	30.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	57.70%	35.70%	35.20%	18.10%	20.00%	20.00%	20.00%
口腔医疗与美容护理等产品							
收入	0.29	3.15	8.91	18.93	28.40	42.59	63.89
yoy		986.20%	182.90%	112.50%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率(%)	18.50%	32.40%	36.50%	35.10%	36.00%	36.00%	36.00%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司为功能口腔护理领域龙头，品牌矩阵齐全，产品卡位抗敏细分赛道，持续深耕成长为行业领导品牌，冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市占率 60%。品类方面拓展渗透率有提升空间的儿童口腔护理用品及电动、口腔医疗及美容护理产品，以冷酸灵及登康品牌为基本盘，多品牌矩阵多点开花。口腔护理行业竞争格局较好，头部品牌份额持续提升，其中

国货品牌依托产品力及品牌力持续扩份额，行业电商化率持续提升，渠道布局领先的公司或持续受益。

预计 23/24/25 年收入分别为 15.6/18.0/20.8 亿元，同比分别增长 19%/16%/16%，归母净利润分别为 1.6/1.9/2.3 亿，同比增长 18%/20%/19%，23/24 年对应 PE 分别为 34X/29X，首次覆盖，给予“增持”评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧：中国口腔清洁护理用品行业市场环境趋于成熟，市场竞争已从价格竞争、渠道竞争转向品牌效应、研发技术、产品结构、服务质量、经营管理等全方位的竞争。如果公司不能持续满足市场需求，可能面临市场份额流失、盈利能力下降等风险。

原材料价格波动：公司产品的主要原材料为二氧化硅、山梨醇、十二烷基硫酸钠、香精香料、牙膏管、包装盒等。原材料价格波动受市场供需关系变化、国家产业政策调整等因素的影响。如果上述因素产生不利变化，将导致公司原材料价格产生重大波动，对公司经营业绩产生不利影响。

研发及新产品开发：公司高度重视技术研发工作，不断加大研发投入。在新品研发过程中，设计创新技术的研究领域，可能出现研发方向与市场需求有差异、研发成果无法实现产业化、升值研发失败等情况。

应收账款管理：公司应收账款呈逐渐上升的趋势，随着公司销售规模增长以及电商、直供渠道收入的增长，可能存在应收账款约增加、部分应收账款无法及时回收的风险。

次新股流通股本较少，存在短期内股价大幅波动的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	287.95	268.04	336.74	749.07	806.65
应收票据及应收账款	40.40	51.08	70.23	64.59	90.01
预付账款	3.02	16.71	7.42	9.84	13.85
存货	165.34	197.08	230.69	203.12	319.77
其他	102.40	129.56	313.84	164.47	204.99
流动资产合计	599.11	662.48	958.92	1,191.08	1,435.26
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	90.66	82.64	73.92	65.20	56.48
在建工程	23.10	85.05	85.05	85.05	85.05
无形资产	16.71	15.63	14.58	13.52	12.47
其他	234.12	172.14	202.55	202.91	192.53
非流动资产合计	364.60	355.46	376.10	366.69	346.53
资产总计	963.71	1,017.94	1,335.02	1,557.77	1,781.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	128.85	180.77	144.21	245.24	213.22
其他	204.52	159.30	324.41	274.16	302.01
流动负债合计	333.37	340.07	468.62	519.40	515.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	98.52	88.26	102.95	96.57	95.93
非流动负债合计	98.52	88.26	102.95	96.57	95.93
负债合计	454.99	475.66	571.56	615.97	611.15
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	129.13	129.13	172.17	172.17	172.17
资本公积	214.21	214.21	214.21	214.21	214.21
留存收益	166.79	200.67	360.12	550.81	777.65
其他	(1.41)	(1.73)	16.96	4.61	6.61
股东权益合计	508.71	542.28	763.46	941.79	1,170.65
负债和股东权益总计	963.71	1,017.94	1,335.02	1,557.77	1,781.80

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	118.86	134.61	159.44	190.69	226.85
折旧摊销	10.83	10.23	9.77	9.77	9.77
财务费用	(9.62)	(10.69)	(12.73)	(22.86)	(32.75)
投资损失	(9.51)	(3.06)	(6.10)	(6.22)	(5.13)
营运资金变动	(43.53)	(54.99)	(162.27)	224.22	(181.04)
其它	5.86	7.40	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	72.88	83.51	(11.89)	395.60	17.70
资本支出	20.81	73.35	(14.69)	6.37	0.65
长期投资	(24.96)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	151.20	33.60	20.79	(0.15)	4.48
投资活动现金流	147.05	106.95	6.10	6.22	5.13
债权融资	8.80	9.66	12.75	22.86	32.74
股权融资	(19.43)	(0.32)	61.74	(12.36)	2.01
其他	(105.68)	(112.75)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(116.31)	(103.41)	74.48	10.51	34.75
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	103.63	87.05	68.69	412.33	57.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,142.52	1,313.33	1,556.28	1,798.78	2,083.93
营业成本	661.47	781.39	922.28	1,066.71	1,234.98
营业税金及附加	9.74	8.80	10.43	12.05	13.96
销售费用	279.40	315.32	357.94	413.72	479.30
管理费用	48.35	54.28	60.69	70.15	81.27
研发费用	35.52	40.13	46.69	53.96	62.52
财务费用	(8.76)	(9.70)	(12.73)	(22.86)	(32.75)
资产/信用减值损失	(5.93)	(5.19)	(4.56)	(4.92)	(5.15)
公允价值变动收益	0.64	0.10	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.51	3.06	6.10	6.22	5.13
其他	(23.53)	(19.69)	0.00	0.00	0.00
营业利润	136.09	144.83	172.51	206.35	244.63
营业外收入	0.41	1.09	0.45	0.51	0.62
营业外支出	1.77	0.17	1.52	1.82	1.32
利润总额	134.73	145.76	171.44	205.04	243.92
所得税	15.87	11.14	12.00	14.35	17.07
净利润	118.86	134.61	159.44	190.69	226.85
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	118.86	134.61	159.44	190.69	226.85
每股收益(元)	0.69	0.78	0.93	1.11	1.32

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	10.97%	14.95%	18.50%	15.58%	15.85%
营业利润	23.64%	6.42%	19.11%	19.61%	18.55%
归属于母公司净利润	24.80%	13.25%	18.45%	19.60%	18.96%
获利能力					
毛利率	42.10%	40.50%	40.74%	40.70%	40.74%
净利率	10.40%	10.25%	10.25%	10.60%	10.89%
ROE	23.36%	24.82%	20.88%	20.25%	19.38%
ROIC	-160.10%	-114.54%	-1350.50%	153.61%	-159.85%
偿债能力					
资产负债率	47.21%	46.73%	42.81%	39.54%	34.30%
净负债率	-56.60%	-49.43%	-44.10%	-79.53%	-68.91%
流动比率	1.68	1.71	2.05	2.29	2.79
速动比率	1.22	1.20	1.55	1.90	2.17
营运能力					
应收账款周转率	25.89	28.71	25.66	26.68	26.96
存货周转率	7.52	7.25	7.28	8.29	7.97
总资产周转率	1.18	1.33	1.32	1.24	1.25
每股指标(元)					
每股收益	0.69	0.78	0.93	1.11	1.32
每股经营现金流	0.42	0.49	-0.07	2.30	0.10
每股净资产	2.95	3.15	4.43	5.47	6.80
估值比率					
市盈率	45.75	40.39	34.10	28.51	23.97
市净率	10.69	10.03	7.12	5.77	4.64
EV/EBITDA	0.00	0.00	26.82	21.56	18.68
EV/EBIT	0.00	0.00	28.37	22.65	19.50

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com