

抗敏感口腔护理龙头，渠道+产品延展可期

——登康口腔（001328.SZ）深度报告

投资评级：首次覆盖|增持

李媛媛 S1340523020001

化妆品&医美分析师

中邮证券研究所

中邮证券

2023年5月30日

- **口腔护理行业需求平稳增长，国产化率趋势持续。**根据欧睿咨询，2021年中国口腔护理行业市场规模为522亿元，2011-2021年复合增速为8.7%，需求平稳增长；2021年中国、韩国、日本、美国人均口腔护理消费金额分别为37元/114元/145元/185元，中国口腔护理消费额处于低位，二次刷牙率提升、牙刷更换周期缩短、电动口腔护理、漱口水等新兴类目普及等驱动增长。根据欧睿咨询，2021年口腔护理行业前十大公司份额为68.5%，行业集中度较高；TOP10厂商中本土厂商为云南白药（第二）、薇美姿（第四）、登康口腔（第六），2021年三者合计市场份额为24%，较12年提升11pct，本土品牌凭借特定的功效及扎实的渠道基础稳定提升份额，相较于日本、美国等成熟市场本土品牌市占率仍有较大提升空间。
- **抗敏感口腔护理龙头，渠道+产品延展可期。**公司最早可追溯至1939年，拥有登康、冷酸灵、贝贝乐、医研等品牌，实际控制人为重庆国资委，持股比例为59.8%，拥有两大员工持股平台，股权结构清晰。2022年公司收入/归母净利润分别为为13.13亿元、1.35亿元，19-22年复合增速分别为11.6%/28.9%，财务稳健。公司专注抗敏感研发，拥有钾盐+锶盐双重抗敏感专利以及生物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感国家专利技术，注重产学研合作，研发沉淀深厚，冷酸灵牙膏抗敏感赛道中线下市占率约60%（尼尔森数据）。公司拥有扎实渠道基础，合作8年以上经销商数量占比85%以上，未来将加大便利终端系统、新零售等扩展，大力发展华东、华南等市场，提升线上化率；同时，保持口腔抗敏感产品优势，布局口腔医疗、口腔美容等领域，打造口腔健康生态圈。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为1.6亿元、1.9亿元、2.2亿元，对应当前股价估值为39倍、33倍、29倍。公司为国内领先的口腔护理厂商，口腔护理行业需求稳定增长，国产化趋势持续，未来公司有望通过线上线下渠道升级与扩展以及持续产品迭代及新品推出稳步提升市占率，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争格局恶化，渠道扩展及新品销售不及预期，成本上升及线上流量成本提升影响利润率等

目录

- 一 | **行业：口腔护理行业平稳增长，国产化率趋势持续**
- 二 | **登康口腔：抗敏感口腔护理龙头，渠道+产品
延展可期**
- 三 | **盈利预测及投资建议**

—

口腔护理行业平稳增长，国产化率趋势延续

- 1.1 牙膏加倍率高于牙刷，上游化工香精原料占比较高
- 1.2 行业高个位数复合增速，量价齐升驱动未来增长
- 1.3 行业集中度较高，本土品牌份额持续提升

1.1 产业链：口腔护理行业上游原料供应以化工原料、包装材料等为主，中游品牌商集中度较高，下游渠道分为传统及现代通路、电商等

- 口腔护理行业上游原料主要为化工原料（如摩擦剂、发泡剂、香精等）、塑料及金属、牙刷丝等；中游制造商包括品牌商及加工厂商，主要品类包括牙膏牙刷传统类目以及漱口水、电动牙刷、冲牙器、牙线等升级类目；终端网点包括传统及现代通路（商超/杂货店等）、电商（B2B模式、B2C模式）、专业渠道（母婴/药店等）以及酒店等其他渠道。
- 根据欧睿数据，2021年中国口腔护理行业品牌商CR5为49.1%，集中度较高；2021年渠道结构中传统+现代通路、电商、专业渠道占比分别为49%、37%、11%，电商成为主流渠道。

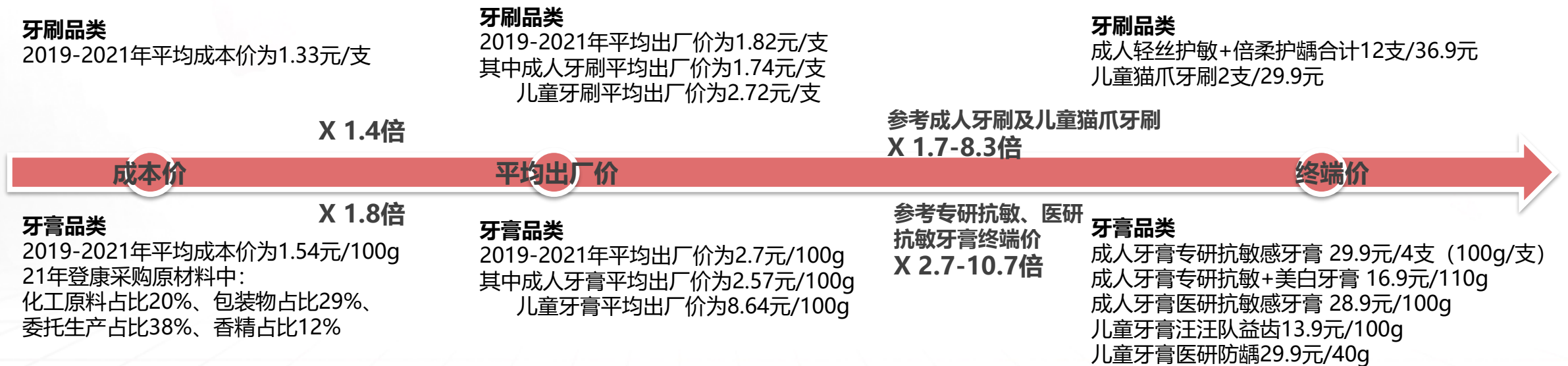
图1：口腔行业产业链拆分情况



1.1 价值链：以登康口腔价格拆分为例，牙膏加倍率高于牙刷，以畅销大众产品为例牙膏约5倍，牙刷不足3倍

- 根据登康口腔量价拆分数据：1) 牙刷厂商19-21年平均出厂价为1.8元/支，参考毛利率成本价为1.3元/支，以成人轻丝护敏+倍柔护齶12支牙刷组合装单支3.1元价格为例，加倍率最低不足3倍；2) 牙膏19-21年平均出厂价为2.7元/100g，参考毛利率成本价为1.5元/100g，参考成人专研抗敏感4支装7.5元/支价格，加倍率最低约5倍。若选择升级产品计算，则加倍率更高，整体而言牙膏加倍率高于牙刷。

图2：以登康口腔为例牙膏、牙刷产品价值链拆分情况



数据来源：公司公告，天猫旗舰店，中邮证券研究所（终端价格参考2023年5月25日天猫旗舰店价格）

1.2 口腔护理行业市场规模超过500亿元，维持稳定增长，牙膏、牙刷为口腔清洁护理产品主要品类，占比超过90%

- **口腔护理行业维持稳定增长。**根据欧睿数据，中国口腔护理行业2021年市场规模为522亿元，同比增长4.7%，2011-2021年复合增速为8.7%，维持稳定增长；若剔除电动牙刷，2021年行业规模为432亿元，同比增长6.8%，2011-2021年复合增速为6.9%，传统口腔护理品类需求保持稳定增长态势。
- **牙膏牙刷为主要品类。**根据欧睿数据，2021年口腔清洁护理用品中牙膏、牙刷、漱口水/液、牙线占比分别为60%、34%、5%、1%，牙膏牙刷为主要品类；2021年电动牙刷占比口腔护理市场规模的17%，凭借较高客单价，电动牙刷占比快速提升。

图3：中国口腔护理行业市场规模及增速（亿元）

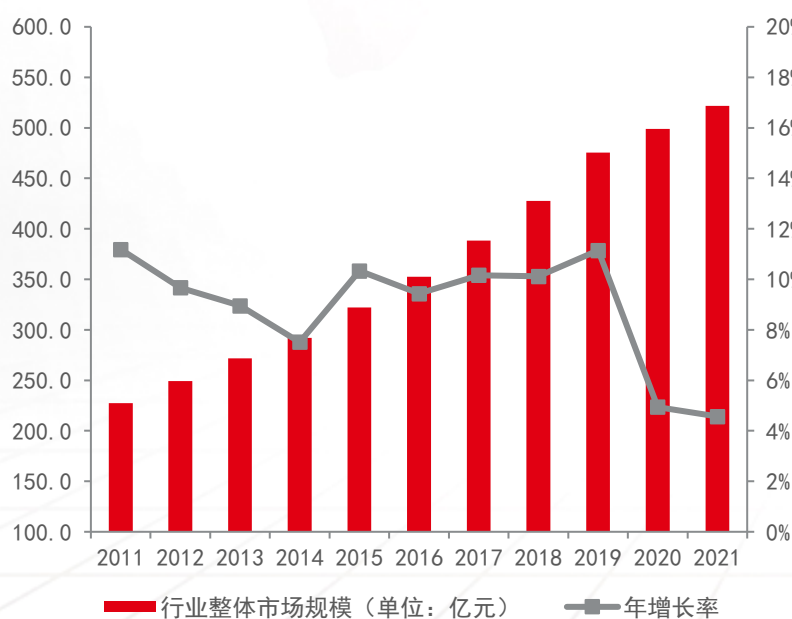


图4：剔除电动牙刷后行业市场规模及增速（亿元）

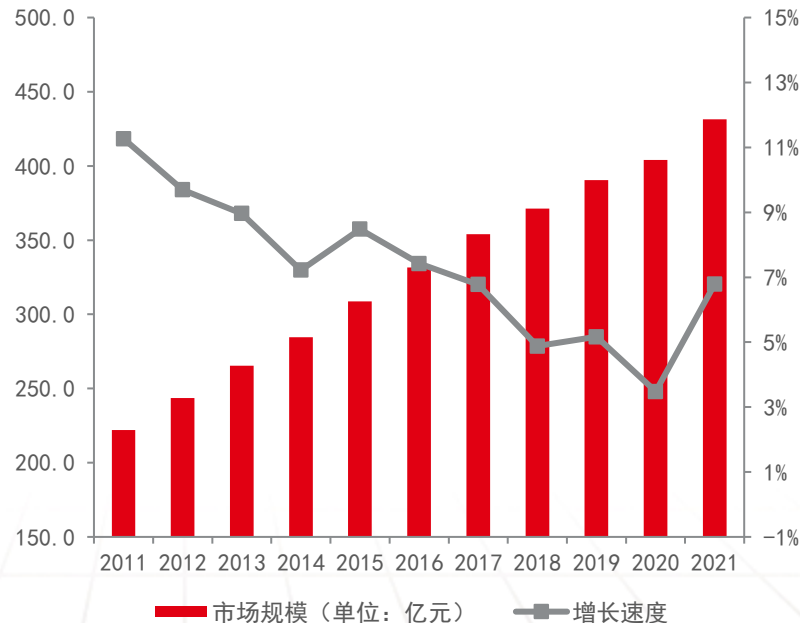
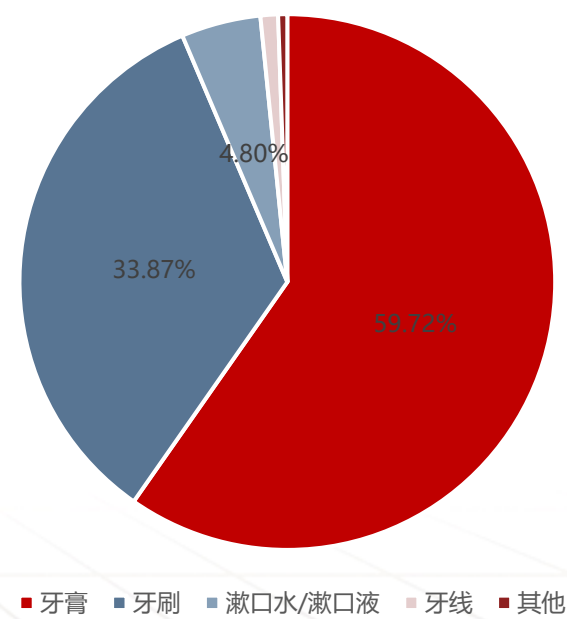


图5：2021年我国口腔清洁护理用品产品结构



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

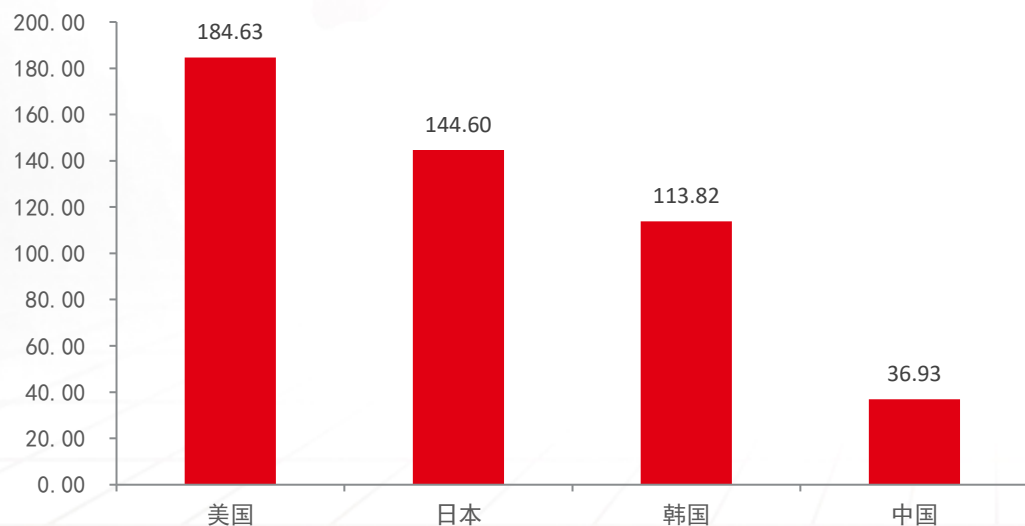
数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

1.2 全球口腔护理行业市场规模维持低速增长，对标海外成熟市场，中国口腔护理人均消费水平大有提升空间

- **全球成熟市场口腔护理行业维持低个位数增长。**根据欧睿数据，2021年全球口腔护理行业市场规模为516亿美元，2011年-2021年复合增速为1.9%，全球成熟市场如美国、日本同期市场规模复合增速分别为2.3%/2.0%，全球口腔护理行业维持低速增长，成熟市场仍维持增长，彰显品类抗周期属性。
- **对标海外成熟市场中国口腔护理人均消费具备提升空间。**根据欧睿市场规模及总人口情况，2021年中国、韩国、日本、美国人均口腔护理消费金额为37元、114元、145元、185元，对标海外成熟市场，中国口腔人均消费具备较大提升空间。

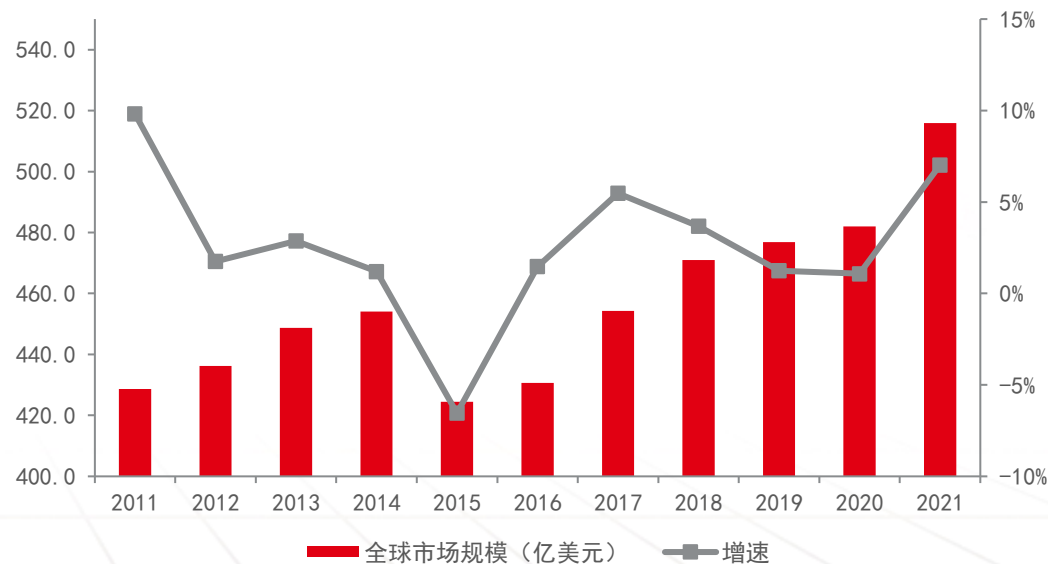
图6：2021年口腔护理行业人均消费水平（元/年）



数据来源：欧睿数据，国家统计局，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图7：全球口腔护理行业市场规模及增速（亿美元）



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

1.2 中国人均牙膏年消费量约360g，二次刷牙率提升助力牙膏销量增长，牙刷人均年消费量为3.55支，考虑到酒店等一次性消费仍具提升空间

- **二次刷牙率助力牙膏销量增长。**根据智研咨询，2021年中国牙膏表观需求量为50.5万吨，16-21年复合增速为2.8%，若以同期总人口计算，人均牙膏消费量为358克/年，对应120g/支的牙膏数量为3支。根据第四次全国口腔健康流行病学调查结果，成人每天二次刷牙率为36.1%，未来伴随口腔护理意识增强，二次刷牙率提升将带动牙膏消费量增长。
- **牙刷消费量具备提升空间。**根据智研咨询，2020年中国牙刷表观需求量为49.7亿支，14-20年复合增速为12.7%，一般牙刷更换周期为3个月，以总人口基数计算，年均牙刷容量为56.5亿支，考虑到表关需求量中存在酒店等一次性牙刷产品，当前牙刷消费量较理想状态仍具备提升空间。

图8：中国牙膏产量及表关需求量（万吨）

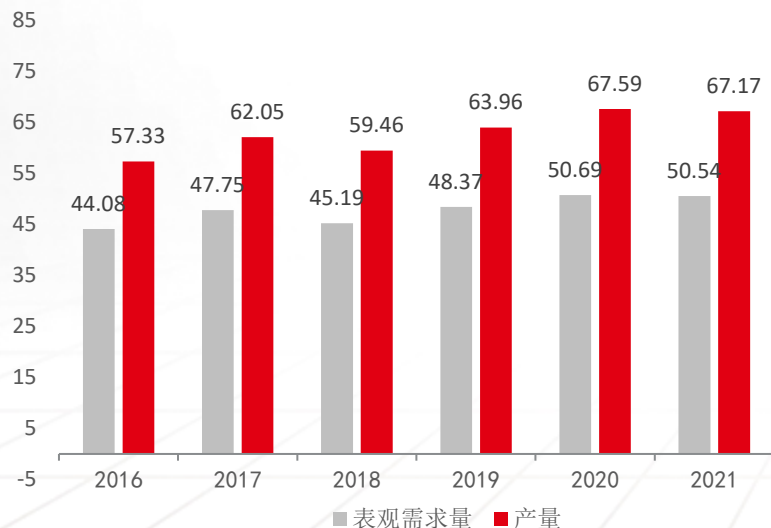


图9：中国牙刷产量及表关需求量（亿支）

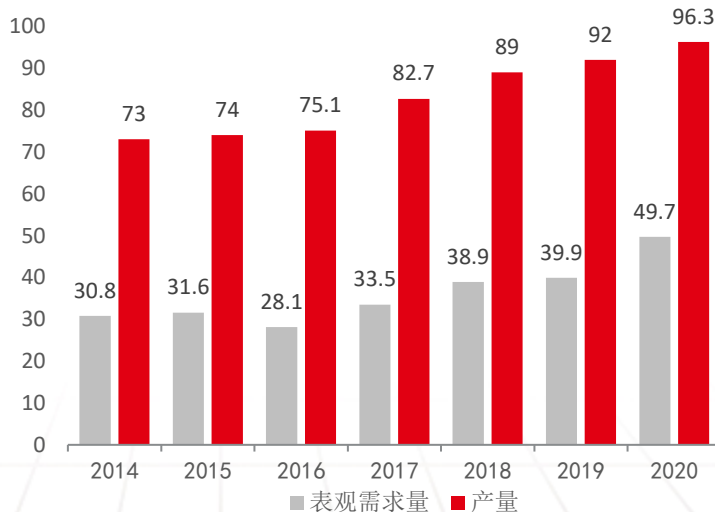
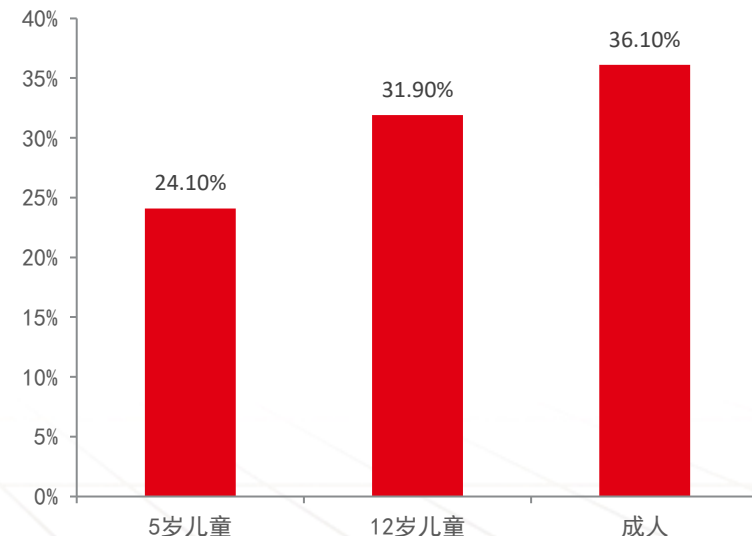


图10：中国居民每日二次刷牙率



数据来源：观研咨询，中邮证券研究所（国内产量+进口量-出口量）

数据来源：智研咨询，中邮证券研究所（国内产量+进口量-出口量）

数据来源：观研咨询，中邮证券研究所

1.2 专业化、细分化助力基础口腔护理产品均价提升，漱口水、牙线、牙签等新品类蓄势待发为提升人均消费金额

- **牙膏价格稳步提升，专业化产品提升均价。**根据中国36大中城市标准规格牙膏价格趋势，中国牙膏均价稳定提升，我们认为，消费水平提升以及专业功效性产品占比提升带动均价提升。根据尼尔森数据，牙膏前三大功效主要为牙龈护理、美白、抗敏感，其中牙龈护理及抗敏感占比稳定提升，2021年分别占28.0%/10.65%，较19年提升1.5pct/0.8pct。
- **漱口水、电动护理等新兴类目兴起有望提升人均消费水平。**伴随居民消费水平提升，漱口水、电动护理（电动牙刷、冲牙器等）等新兴类目快速发展，有望提升人均消费；以漱口水为例，根据欧睿数据，全球漱口水占比口腔护理行业11%，中国占比仅1%，未来存在提升空间。

图11：不同功效牙膏销售占比

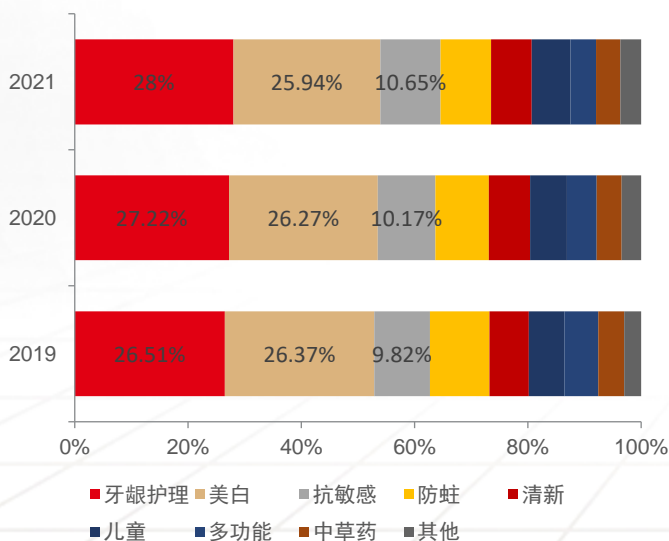


图12：2017-2023年4月中国36大中城市120g/盒规格 牙膏价格趋势

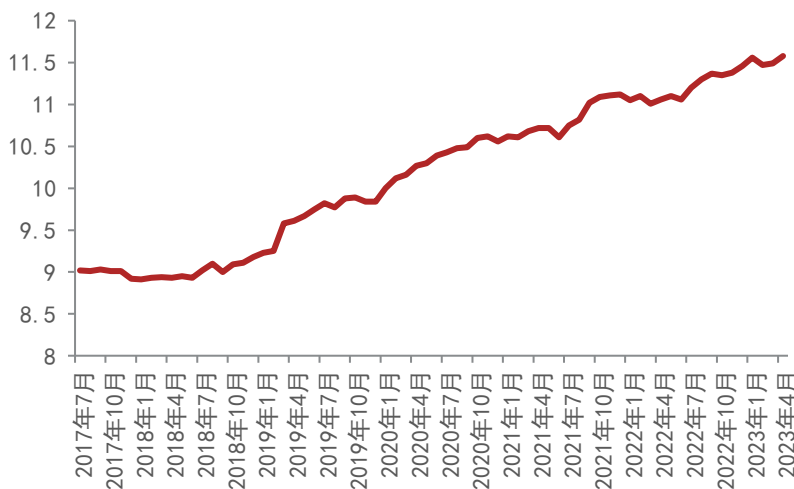
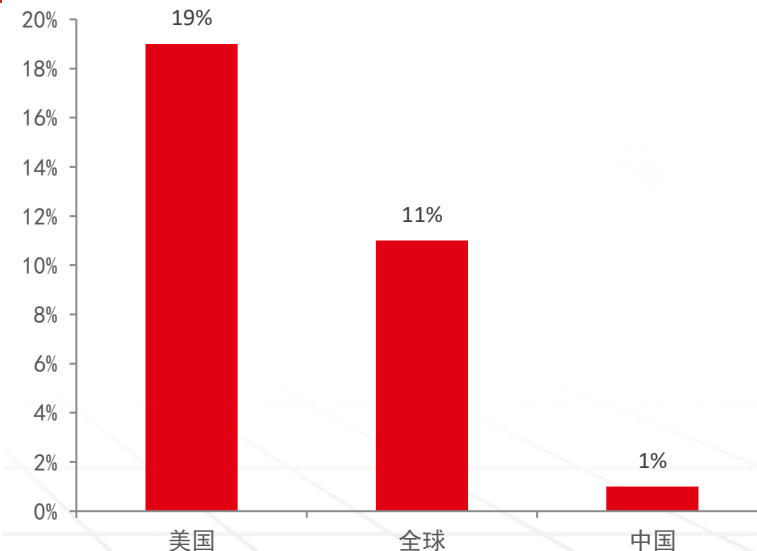


图13：2021年中外漱口水占比比较



数据来源：尼尔森零售研究数据，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

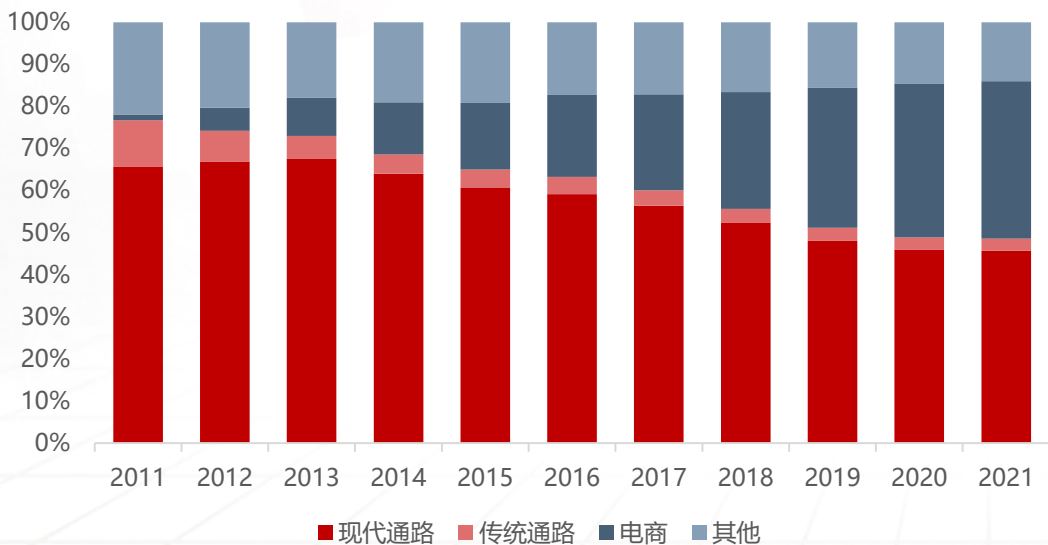
数据来源：国家发改委，中邮证券研究所

数据来源：立鼎产业研究院数据，中邮证券研究所

1.2 线上渠道快速发展，助力新品牌、新类目突围，成为年轻化流量聚集地

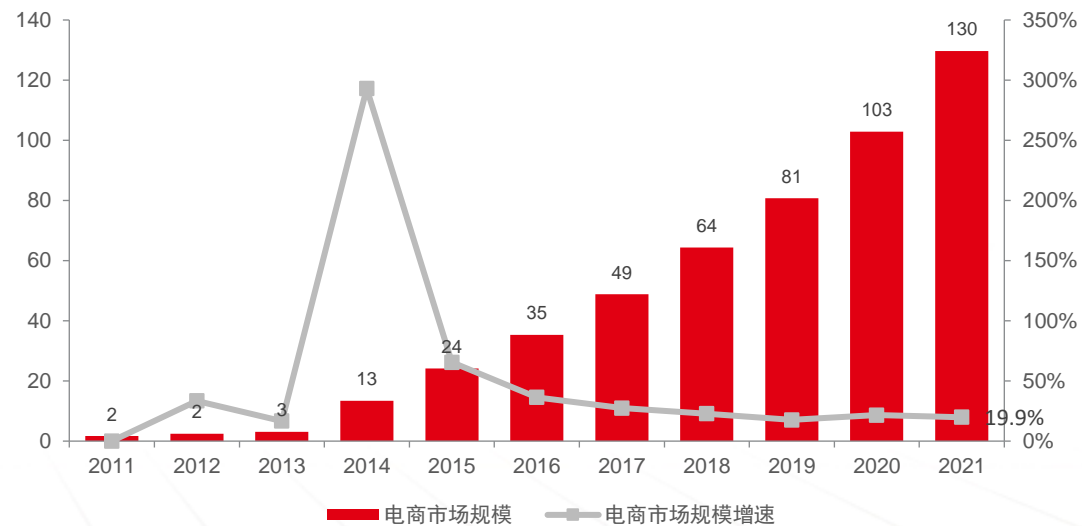
- **线上渠道高景气度。**线上主要包括天猫超市、天猫、京东、抖音、拼多多等，14年行业线上开始快速发展，根据欧睿咨询，2021年口腔护理行业线上规模为130亿元，同增19.9%，占比提升至37.4%，线上保持高景气度，成为行业增长助推器。
- **天猫、抖音助力新类目成长。**近年来，依托天猫、抖音等渠道年轻化流量以及品牌内容营销，电动牙刷、冲牙器、漱口水、牙线等新兴品类依托线上快速发展，线上渠道为新类目提供良好的成长环境。

图14：中国口腔护理行业渠道结构



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所
备注：现代通路又分为hyper（大卖场）、super（超市）等；传统通路主要指批发市场、夫妻店以及杂货店。

图15：中国线上渠道市场规模及增速（亿元）

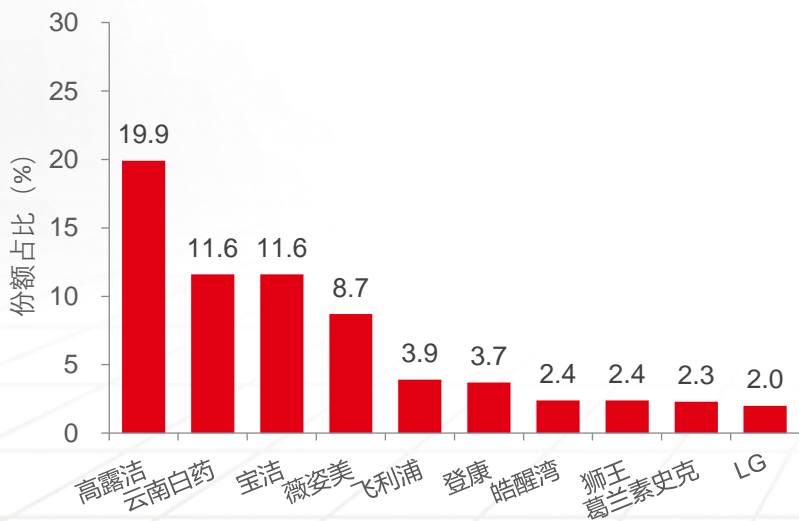


数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

1.3 行业集中度较高，21年前十大公司/品牌份额均超过60%，高露洁、云南白药、宝洁、薇美姿、登康位居前列

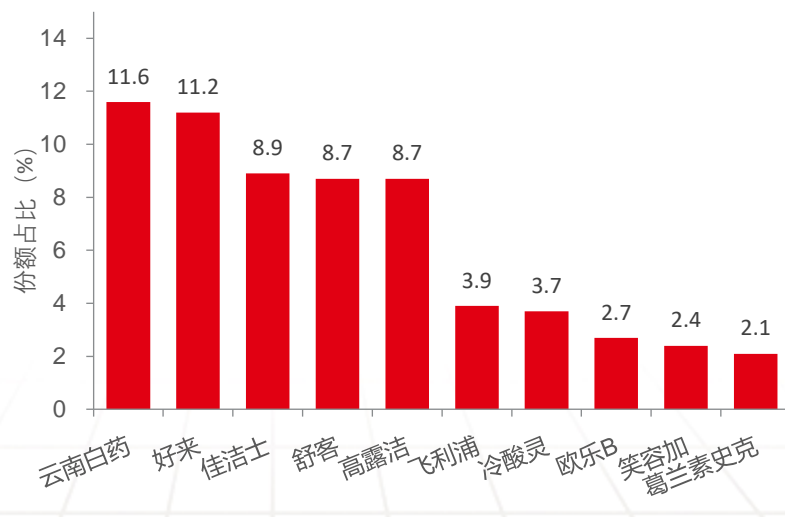
- **行业集中度较高。**根据欧睿数据，2021年口腔护理行业前十大公司/品牌份额合计为68.5%/63.9%，自2013年以来前十大公司/品牌份额合计份额超过60%，行业集中度较高。
- **高露洁、云南白药、宝洁、薇美姿、登康位居前五。**根据欧睿数据，口腔护理行业头部公司分别为高露洁（包括品牌黑人、高露洁）、云南白药（品牌主要为云南白药）、宝洁（品牌主要为佳洁士）、薇美姿（品牌主要为舒客）、登康（品牌主要为冷酸灵），份额分别为19.9%、11.6%、11.6%、8.7%、3.7%；前五大品牌分别云南白药、黑人、佳洁士、舒客、高露洁，份额分别为11.6%、11.2%、8.9%、8.7%、8.7%

图16：2021年口腔护理行业TOP10公司份额



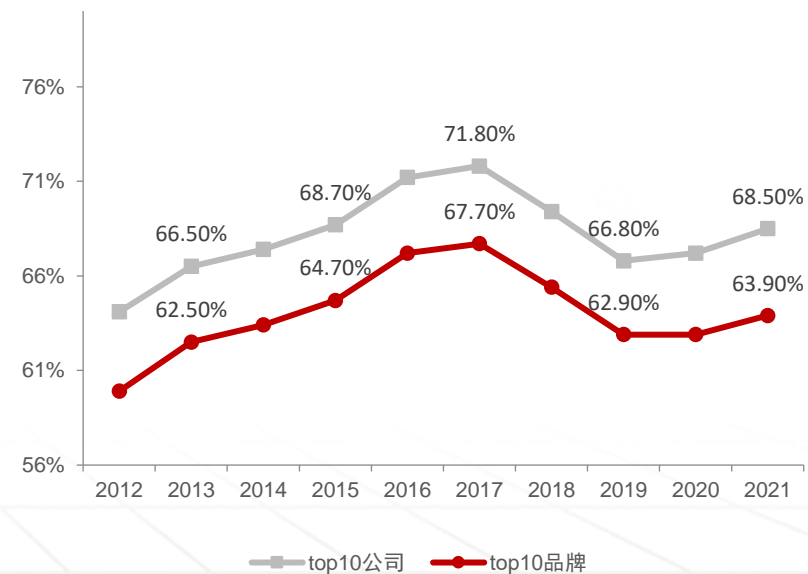
数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图17：2021年口腔护理行业TOP10品牌份额



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

图18：口腔护理行业前十大公司/品牌集中度



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

1.3 牙膏行业集中度远高于牙刷，儿童牙膏集中度具备提升空间，线下集中度维持较高水平

- **牙膏行业集中度远高于牙刷，儿童牙膏集中度具备提升空间。**根据尼尔森数据，2021年线下市场牙膏销售额前十大厂商份额为81.2%，同期牙刷线下市场销售额前十大品牌份额为40.6%，牙膏行业集中度远高于牙刷；同时，2021年儿童牙膏线下销售额前十大品牌份额为68.4%，集中度弱于牙膏整体品类，未来龙头品牌商份额存在提升空间。
- **线下整体格局集中，线上为新品牌提供更广契机。**参考欧睿数据口腔护理行业整体集中度（21年CR10不足70%），线下厂家格局更优；我们认为，线下网点依托品牌商长期运营，格局集中，而线上作为流量后起之秀，从传统电商平台到社交电商平台更迭，给予新品牌更多突围机会。

图19：牙膏线下市场前十大厂家份额情况

2021年牙膏前十厂商线下销售额份额（%）	
公司名称	线下-销售额份额
云南白药	23.86
好来化工	20.1
宝洁	8.84
登康口腔	6.83
高露洁	5.64
薇美姿	4.88
利华	4.06
葛兰素史克	2.78
纳美	2.29
纳爱斯	1.91

图20：儿童牙膏线下市场前十大厂家份额情况

2019-2021线下儿童牙膏前十品牌销售额份额（%）			
公司名称	2019	2020	2021
舒客	13.46	12.92	12.57
仔牙乐	13.57	13.24	11.71
黑人	11.78	10.91	11.23
青蛙王子	9.15	9.1	8.45
冷酸灵	4.03	5.72	7.15
小浣熊	4.18	4.61	4.88
高露洁	2.83	3.25	3.7
中华	1.32	2.25	3.7
云南白药	2.98	2.89	2.55
纳美	3.47	2.99	2.45

图21：牙刷线下市场前十大厂家份额情况

2019-2021年线下牙刷前十品牌销售额份额（%）			
公司名称	2019	2020	2021
黑人	6.71	6.69	6.78
青蛙	6.15	5.8	6.06
高露洁	6.17	5.7	5.55
舒客	5.63	5.52	5.45
冷酸灵	3.09	3.33	4.25
可洁可净	3.8	3.5	3.15
极简生活	3.44	3.26	2.92
纳美	3.12	2.55	2.28
三笑	2.9	2.61	2.17
卡尼尔（牙刷）	1.89	1.92	2

数据来源：尼尔森数据，中邮证券研究所

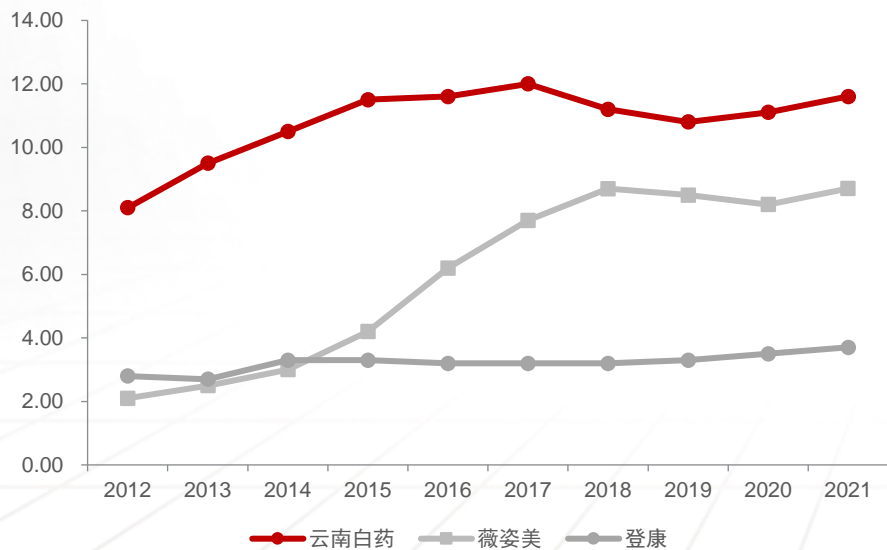
数据来源：尼尔森数据，中邮证券研究所

数据来源：尼尔森数据，中邮证券研究所

1.3 国货品牌凭借差异化定位份额逐步提升，对标海外成熟市场国产化率具备较大提升空间

- **国产品牌份额持续提升。**根据欧睿数据，口腔护理行业TOP10厂商中本土厂商为云南白药（第二）、薇姿美（第四）、登康口腔（第六），2021年三者合计市场份额为24%，较12年提升11pct，本土品牌凭借特定的功效及扎实的渠道基础稳定提升份额，国产化趋势持续。
- **对标海外市场本土品牌市占率仍具提升空间。**根据欧睿数据，2021年日本、美国市场口腔护理行业TOP5厂商中本土厂商分别有4家、3家，前五大厂商中本土厂商份额为58%、64%，2021年日本、美国市场口腔护理行业前五大厂家集中度为71%、78%，对标海外成熟市场，中国口腔护理行业集中度仍具提升空间，国产品牌份额有望持续提升。

图22：中国口腔护理行业TOP3国产公司份额变化（%）



数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

表23：中国、美国、日本口腔护理行业TOP5公司对比（单位：%）

国家	美国		日本		中国	
TOP5公司名称及份额	宝洁	33.5	狮王	24.1	高露洁	19.9
	高露洁	20.1	盛势达	16.4	云南白药	11.6
	强生	10	葛兰素史克	13.1	宝洁	11.6
	葛兰素史克	9.7	花王	10.5	薇姿美	8.7
	飞利浦	4.9	小林制药	6.7	飞利浦	3.9
TOP5中本土公司份额	63.6		57.7		20.3	

数据来源：欧睿数据，中邮证券研究所



登康口腔：抗敏感口腔护理龙头，渠道+产品延展可期

- 2.1 公司概况：专注口腔抗敏感护理，财务稳健
- 2.2 竞争优势：研发沉淀深，经销商合作稳定
- 2.3 成长看点：线下线下齐发力，打造口腔健康生态圈

2.1 历史悠久的口腔护理龙头厂商，主品牌冷酸灵专注“抗敏感”，细分领域市占率约60%

- **国内领先的口腔护理厂商，专注“抗敏感”**。登康口腔最早可追溯到1939年，1987年冷酸灵脱敏牙膏正式上市，是历史悠久的本土口腔护理厂商，拥有登康、冷酸灵、医研、贝乐乐等知名品牌，产品涵盖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，冷酸灵品牌专注牙齿抗敏感，根据尼尔森数据，19-21年公司线下市场抗敏感领域市占率约60%，公司逐步开拓口腔大健康全产业链市场，加快数字化转型，致力于成为世界领先的专业口腔健康与美丽产业引领者。

表24：公司发展历程

时间	事件
1939年	可追溯到1939年的“大来化学制胰厂”
1964年	经中国轻工部批准成立为西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂”，后更名为“重庆牙膏厂”
1987年	冷酸灵脱敏牙膏正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生
2001年	12月，通过股份制改造，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司
2009年	登康口腔成立了冷酸灵抗牙齿敏感研究中心
2012年	登康口腔相继通过了ISO9001、ISO14000、OHSAS18000三标一体化认证，成为行业内率先通过三标一体化认证的企业之一
2013年	登康口腔制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，随后公司又制定了以“四梁八柱”为主题的业务规划和实施路径
2016年	登康口腔开始构建以ERP系统为核心，CRM系统为龙头，OA系统为支撑，sHR、大数据平台系统为辅助的“互联网+产业链”数字化运营平台，为公司实施数字化转型升级奠定了坚实基础。
2020年	登康口腔通过在重庆联合产权交易所公开挂牌增资引入了战略投资者，并实施了核心骨干员工持股，标志着混合所有制改革圆满完成。
2021年	4月，登康口腔成功获得 第二类医疗器械 生产许可证，标志着公司正式具备了自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力
2023年	4月，登康口腔在深圳证券交易所主板挂牌上市，股票代码：001328

数据来源：公司公告、公司官网，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

2.1 产品以牙膏、牙刷为主，布局电动口腔、口腔医疗与美容护理等口腔大健康产品线

表25：公司旗下品牌冷酸灵产品布局情况

产品矩阵	种类	产品系列	产品介绍	
成人基础	成人牙膏	医研平台	医研抗敏系列：专效修复牙膏（29.9元/110g）、修护口腔粘膜牙膏（29.9元/110g）、即速60sTM牙膏（28.9元/110g）	
		专研平台	冷酸灵专研抗敏系列：美白配方牙膏（16.9元/100g）、护龈配方牙膏（16.9元/100g）、植物炭深洁牙膏（16.9元/140g）、益生菌牙膏（16.9元/140g）	
		预护平台	1. 美白系列 2. 优护系列 3. 口气清新系列 4. 泵式系列	
		基础平台	冷酸灵持续经营的经典抗敏感牙膏，在第一代抗敏感技术的基础上焕新升级，同时开发清火、防菌、固齿护龈产品系列	
	成人牙刷		1. 猫爪刷 2. 专研泡泡刷系列	
儿童基础	儿童牙膏		1. 贝乐乐儿童牙膏 2. 医研防龋儿童牙膏 3. 萌芽婴幼儿牙膏	
	儿童牙刷		1. 贝乐乐儿童牙刷 2. 萌芽婴幼儿牙刷	
电动口腔护理	电动牙刷	成人	1. 冷酸灵天地系列声波电动牙刷SP1000 2. 冷酸灵日月系列电动牙刷S1000 3. 冷酸灵云海系列电动牙刷P1000	
		儿童	贝乐乐儿童电动牙刷	
口腔医疗与美容护理等产品	口腔医疗器械	牙齿脱敏剂	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，常见与医生术前、术中和术后推荐患者使用	
	口腔卫生用品	口腔抑菌系列	口腔抑菌膏/护理液等口腔卫生用品，对金黄色葡萄球菌、大肠杆菌、白色念珠菌等有抑制作用	
	口腔美容与专业口腔用品	正畸护理系列		适合钢丝托槽正畸及隐形正畸人群使用的凹形正畸牙刷、前凸形正畸牙刷、牙周护理牙刷、小尖头单束刷、正畸保持器清洁片等产品
		牙线系列		银离子抑菌牙线棒，抑菌率>99%，独立单只卫生包装，帮助深入清洁牙缝
		漱口水系列		在口气清新的基础上，0酒精含量减少口腔刺激，帮助减少99%的口腔细菌
	口腔喷雾		采用全新“口红式”旋转包装和高雾化喷头设计，搭配三种不同口味复调果香，清新口气且便于替换；含玻尿酸精粹精华，滋养口腔；0酒精、减菌配方，温和不刺激，维护口腔健康	

数据来源：公司公告，天猫旗舰店，中邮证券研究所

2.1 实际控制人为重庆国资委，持股比例较高，拥有员工持股平台 激发活力，募集资金6.6亿元提升产能、渠道等综合实力

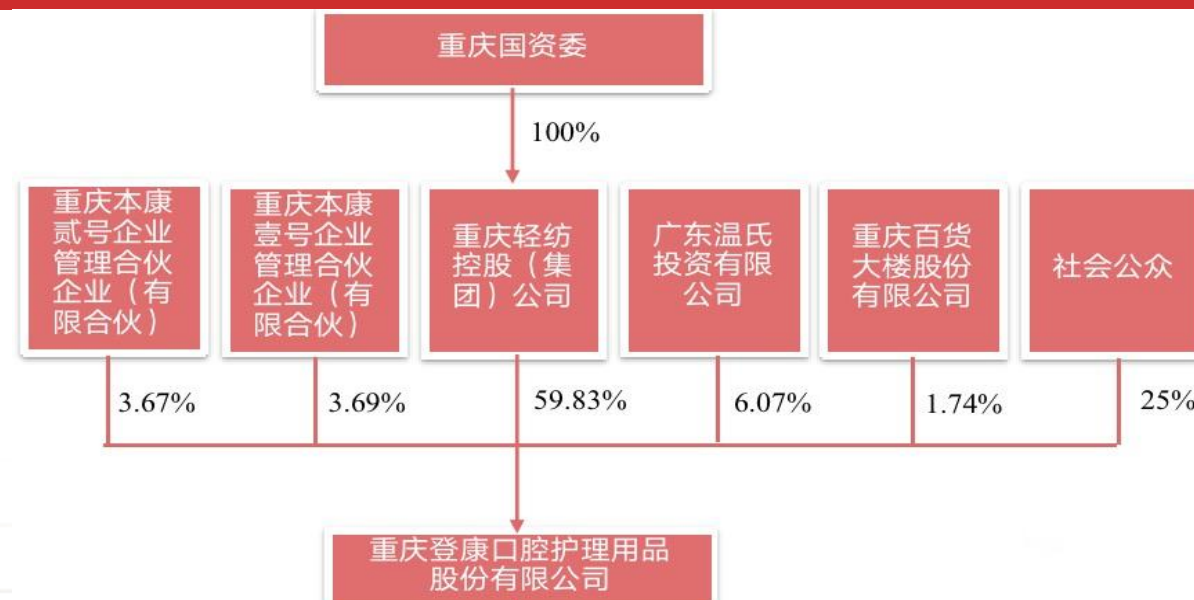
- **实际控制人持股比例高，员工持股彰显活力。**公司实际控制人为重庆国资委，通过重庆轻纺间接持有公司59.8%股份，战略投资者广东温氏持有公司6.1%股份，员工持股平台情况本康壹号和本康贰号分别持有公司3.7%/3.7%股份，实际控制人持股比例较高，股权清晰，员工持股激发活力。
- 公司募集资金6.6亿元，主要用于智能制造升级、全渠道营销网络升级及品牌推广等，预计智能制造升级项目实施后牙膏年产能可达2.59亿支，全渠道营销网络升级提升线下线上渠道综合实力。

表26：公司募集资金及用途

投资项目	投资预算	募集资金拟入额（万元）
智能制造升级建设项目	22,390.76	22,000.00
全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目	37,658.80	37,000.00
口腔健康研究中心建设项目	3,638.66	3,500.00
数字化管理平台建设项目	3,631.30	3,500.00
合计	67,319.52	66,000.00

数据来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图27：公司股权结构



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 管理层团队稳定，深耕口腔护理领域，为长期健康发展保驾护航

- 公司董事长邓嵘先生、董事/总经理赵丰硕先生、董事/财务总监王青杰先生以及副总经理邓全富先生加入公司20年以上，拥有丰富的口腔护理行业运营管理经验，公司管理层团队稳定，为长期健康发展保驾护航。

表28：公司高管情况

姓名	职务	履历
邓嵘	董事长	出生于1967年。重庆工商管理硕士学院工商管理研究生，经济师。曾任重庆牙膏厂制管车间员工、销售科科长、副厂长、党委委员。历任登康口腔党委委员、总经理、纪委书记。现任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	董事、总经理	出生于1975年。重庆大学工商管理硕士研究生，正高级经济师。2002年加入本集团，曾任任重庆牙膏厂销售科销售员。历任登康口腔营销部经理、副总经理、党委委员。现任登康口腔党委副书记、董事、总经理。
王青杰	董事、财务总监	出生于1979年。重庆工商大学会计学本科毕业、管理学学士，高级会计师。2002年加入本集团。历任登康口腔登康口腔财务部主办科员、财务部会计科副科长、董事会秘书、财务部部长。现任登康口腔党委委员、董事、财务总监、工会主席。
邓全富	副总经理	出生于1975年。澳门城市大学工商管理硕士，高级工程师。曾任重庆牙膏厂销售科销售员。2001年加入本集团，历任登康口腔营销部销售员、市场科科长、销售部部长、总经理助理。现任登康口腔党委委员、副总经理。
杨祥思	董事会秘书	出生于1976年。重庆大学工商管理硕士研究生，工程师。曾就职于重庆长安汽车股份有限公司、中煤国际工程集团重庆设计研究院、重庆美的通用制冷设备有限公司，历任团总支书记、企管文秘室主任、院办副主任、综合管理部部长等职务。2009年6月加入登康口腔。历任主任科员、总经理办公室主任助理、企业管理部部长。现任登康口腔董事会秘书，投资规划部、董事会办公室/证券部部长。

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 19-22年收入/归母净利润复合增速为12%/29%，毛销差优化带动净利率提升至10%

收入业绩维持10+%复合增速

2022年公司收入/归母净利润为13.13亿元、1.35亿元，同增分别为14.95%/13.25%。19-22年复合增速分别为11.63%/28.92%，公司收入稳健增长，受净利润提升业绩保持快速增长。23Q1收入/归母净利润分别为3.10/0.28亿元，分别同增10.65%/13.54%。

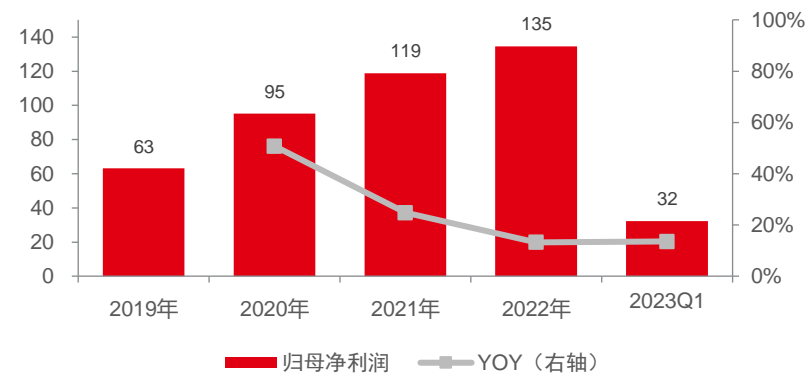
毛销差提升带动净利率优化。2022年毛利率/归母净利率分别为41.8%/10.2%，归母净利率较19年获得提升，毛销差提升带动公司近年来净利率提升，20年以来运费计入成本，若剔除运费项目，公司毛利率有所提升。

图29：公司收入及增速（百万元）



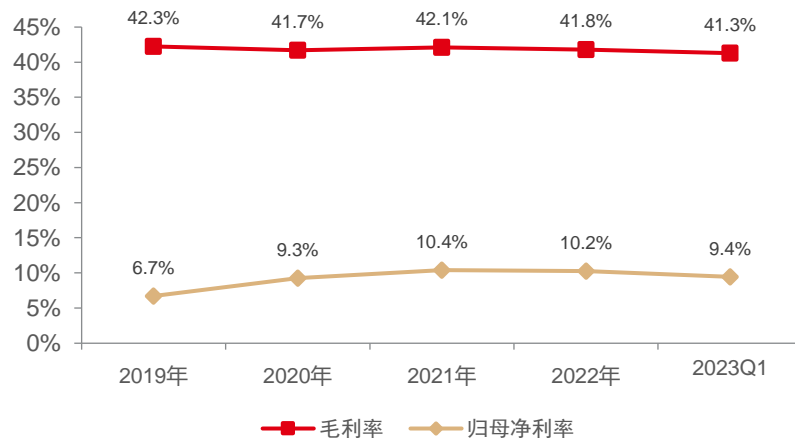
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图30：公司归母净利润及增速（百万元）



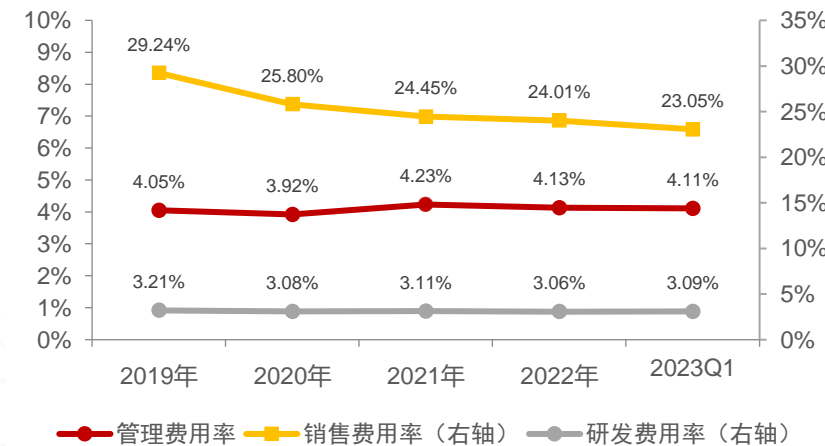
数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图31：公司毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

图32：公司期间费用率情况

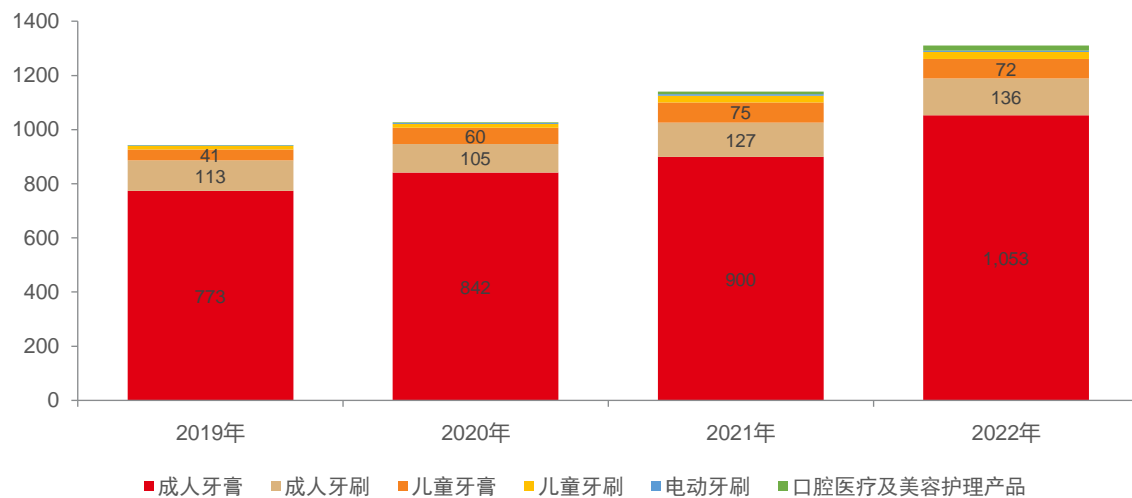


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 牙膏牙刷贡献主要收入，牙膏类目毛利率较高，口腔医疗及美容护理产品快速增长，毛利率稳步提升

- **牙膏牙刷贡献公司主要收入，口腔医疗及美容护理产品快速增长。**公司2022年成人牙膏/成人牙刷/儿童牙膏/儿童牙刷/电动牙刷/口腔医疗及美容护理产品收入分别为10.53/1.36/0.72/0.27/0.05/0.18亿元，19-22年复合增长率分别为10.8%/6.3%/21.0%/28.9%/35.3%/304.0%，牙膏牙刷贡献主要收入，口腔医疗及美容护理产品增长势头尤为强劲。
- **牙膏品类毛利率较高，口腔医疗及美容护理类目毛利率提升。**22H1成人牙膏/成人牙刷/儿童牙膏/儿童牙刷/电动牙刷/口腔医疗及美容护理产品毛利率分别为41.9%/33.9%/54.0%/44.2%/26.3%/39.6%，牙刷品类毛利率稳步提升，电动牙刷产品由于促销力度以及产品结构的调整有所下滑，口腔医疗及美容护理产品受益于规模效应持续提升。

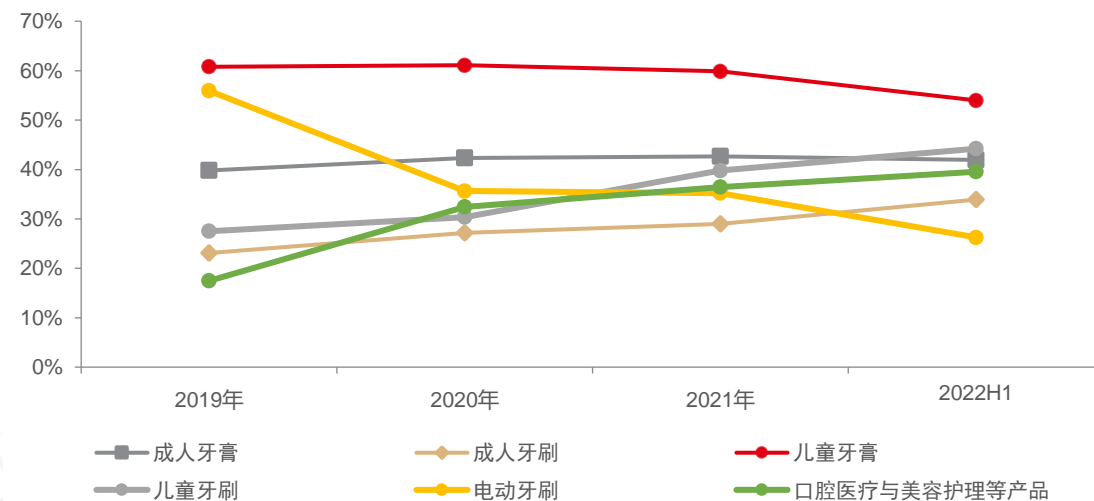
图33：公司主营业务收入按产品划分（百万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图34：公司主营业务毛利率按产品划分



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 牙膏产品量价齐升驱动增长，牙刷、电动口腔护理产品销量驱动为主，儿童产品整体价格更高

- **销量持续增长，牙刷增速快于牙膏。**公司2021年牙膏销量为3.5亿吨，同增4.2%，19-21年复合增长率为6.5%，其中成人/儿童牙膏19-21年复合增长率分别为6.1%/29.7%，儿童牙膏增速更高；2021年牙刷销量为8292万支，同增26.7%，19-21年复合增长率为10.2%，其中成人/儿童牙刷19-21年复合增长率分别为7.3%/48.6%，儿童牙刷增速更高；21年电动口腔护理产品销量为3.88万支，19-21年复合增长率为118%。
- **牙膏均价稳步提升，牙刷基本持平。**公司2021年牙膏单价为2.92元/100g，同增3.4%，19-21年复合增长率为2.6%，其中成人/儿童牙膏单价分别为2.6/9.2元/支，2021年牙刷单价为1.8元/支，与20年持平，19-21年复合增长率为-0.82%，其中成人/儿童牙刷单价分别为1.7/2.5元/支，儿童产品价格较高；2021年电动口腔护理产品单价为51.2元/支，19-21年复合增长率为-17.01%。

表35：公司主要产品收入量价拆分

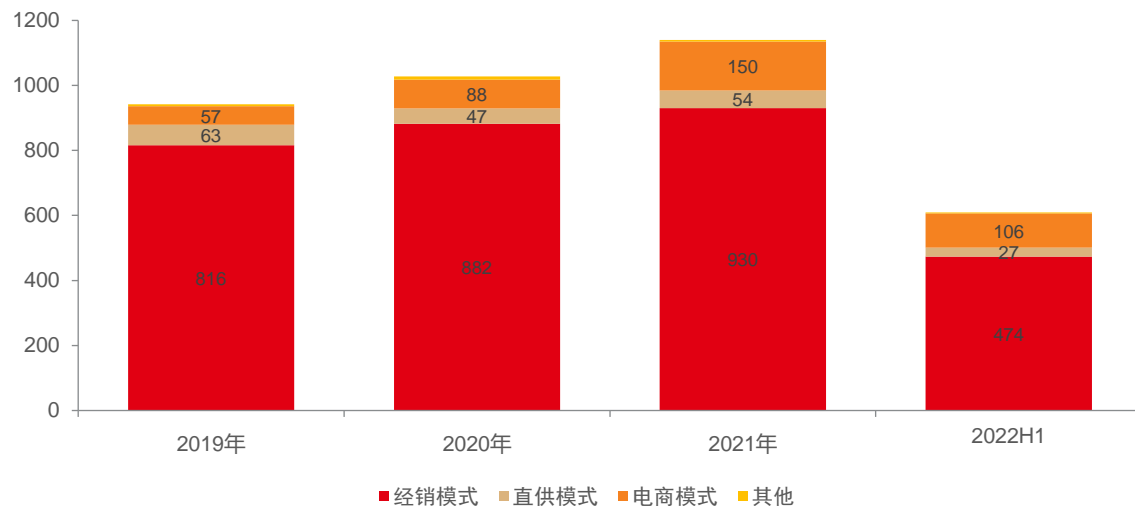
		2019年	2020年	2021年	2022H1
牙膏	数量 (万吨)	30958.23	33709.55	35126.03	17943.80
	单价 (元/100g)	2.63	2.68	2.77	2.92
	成本价 (元/100g)	1.56	1.51	1.55	1.67
牙刷	数量 (万支)	6812.10	6544.92	8291.96	4075.91
	单价 (元/支)	1.84	1.81	1.81	1.88
	成本价 (元/支)	1.41	1.31	1.26	1.21
电动口腔护理产品	数量 (万支)	2.74	8.92	13.02	3.88
	单价 (元/支)	74.29	42.88	51.17	64.68
	成本价 (元/支)	89.51	246.02	431.58	184.82

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.1 经销模式为主，电商渠道快速发展，直供客户维持高毛利率

- 经销为主，电商快速发展。** 经销模式覆盖的终端渠道有部分KA渠道（包括连锁大卖场及连锁商超渠道）、分销渠道（包括中小型超市、社区店、日杂店等）、新零售以及特通渠道（包括母婴店等）；直供模式覆盖部分KA渠道及团购客户；电商模式覆盖天猫、抖音、京东等各大电商平台。公司2021年经销/直供/电商模式收入分别为8.16/0.63/0.57亿元，占比分别为81.61%/4.56%/8.61%，对应复合增长率分别为6.8%/-7.0%/61.7%，电商渠道增速表现亮眼。
- 直供毛利率较高，经销毛利率稳步提升。** 公司2021年经销/直供/电商模式毛利率分别为42.7%/60.1%/32.0%，较20年分别变动+1.2pct/+5.3pct/-6.8pct，各渠道中直供模式毛利率最高，经销模式毛利率近年来稳步上升。

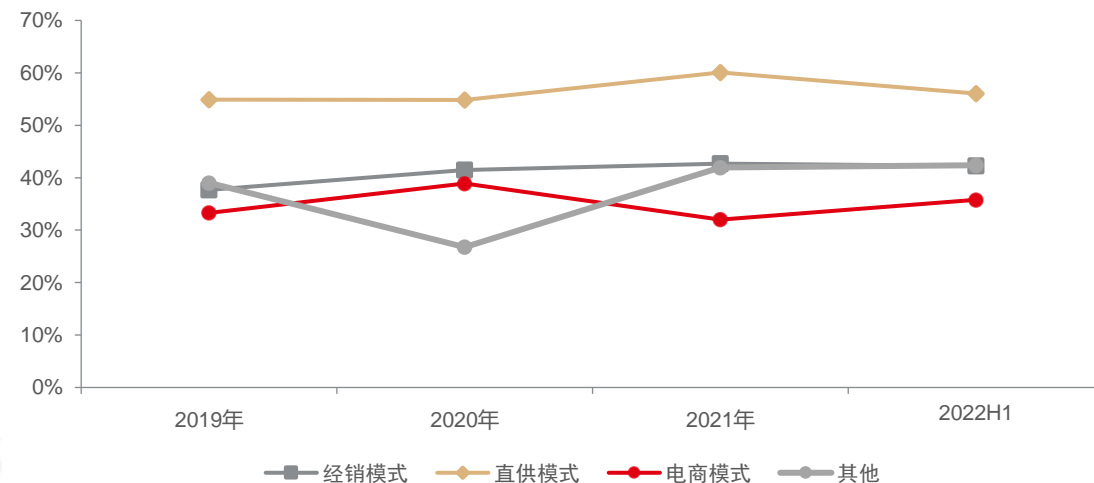
图36：公司营业收入按渠道划分（百万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图37：公司毛利率按渠道划分

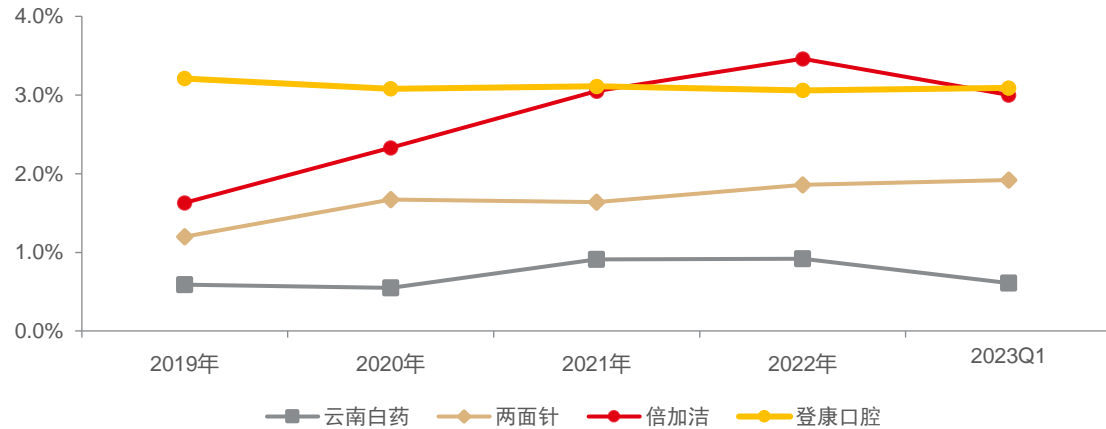


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 拥有钾盐+锶盐双重抗敏感专利以及生物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感国家专利技术，产学研合作成果突出，研发沉淀深厚

- **拥有双重抗敏感、生物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感技术，研发沉淀深厚。**公司承担国家级和省部级科研项目43项，参与20余项国家、行业标准的制修订工作，已取得国内授权专利191项，其中发明专利14项，拥有1.0锶盐抗敏技术、2.0双重抗敏技术、3.0生物矿化抗敏技术的抗敏感技术（获得国家专利）；同时注重产学研结合，已与伦敦玛丽女王大学教授、英国皇家工程院王文院士建立了海智工作站；与华中科技大学生命科学与技术学院、四川大学华西口腔医学院、重庆医科大学附属口腔医院等高校和科研院所开展了产学研医合作项目15项，重点在儿童、婴孕、老年等特殊人群口腔疾病领域开展机理研究，在抗牙本质敏感、口腔微生态平衡、口腔医疗与美容、生物材料等领域开展应用研究，研发沉淀深厚。
- **保持较高研发投入夯实研发实力。**截至22H1公司研发人员超100人，2019-2022年研发投入累计近1.4亿元，2022年公司研发费用率为3.06%，处于行业较高水平，持续研发投入不断夯实研发实力。

图38：公司研发费用率情况及同业对比



数据来源：各公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

表39：公司两大抗敏感核心技术

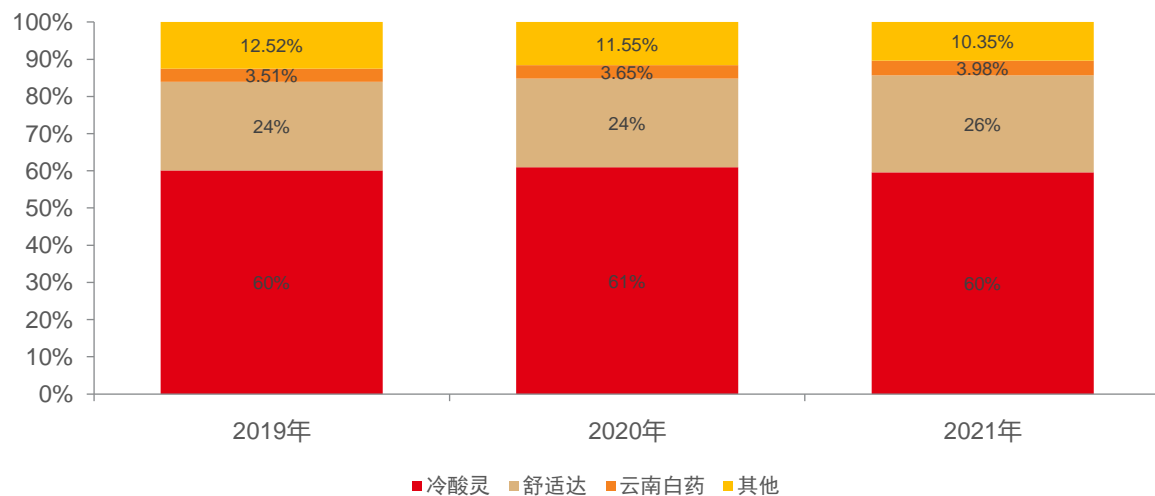
序号	技术名称	技术主要内容
1	双重抗敏感专利技术	含钾盐和锶盐的双重抗过敏技术，钾盐和锶盐协同抗过敏作用优于单一钾盐或锶盐，可以显著提升抗敏感效果。
2	生物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感专利技术	生物活性玻璃陶瓷材料（HX-BGC）材料在水溶液或唾液环境中时发生快速反应，释放钙、磷等离子，在其表面形成一多孔网状结构，释放的离子在吸附的牙齿表面沉积，形成一与骨组织和牙釉面化学成分结构相似的羟基磷灰石层（HA），较好的修复敏感牙齿受损部位，起到减轻牙齿敏感疼痛的作用。

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 依托抗敏核心技术细分市场市占率约60%，抗敏感plus产品延展，打造全系列产品矩阵，提升产品竞争力

- 依托抗敏感双重专利技术，公司抗敏感产品线保持销量领先，根据尼尔森市场调研，冷酸灵牙膏在抗敏感细分市场中线下市占率约60%，位列第一，远高于第二品牌舒适达25%左右市场份额。
- 以抗敏感为核心，推出抗敏感+美白/牙龈护理等多重功效产品，打造丰富产品矩阵，提升综合竞争力。

图40：2019-2021年抗敏感领域线下市场销售份额变化趋势



数据来源：尼尔森零售研究数据，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

表41：各牙膏品牌细分领域畅销单品

功效	畅销单品	品牌	定价	核心成分
美白	无水酵素美白牙膏	高露洁	89.9元/101g	酵素
	超白系列牙膏	黑人	39.9元/450g	高密度微分子
	锁白牙膏	佳洁士	24.9元/120g	抛光粒子+色素隔离盾
	酵素专研美白牙膏	舒客	29.9元/120g	双酵素
牙龈护理	极地白双重抗敏感	冷酸灵	12.6元/130g	植萃洁白因子
	健齿护龈系列牙膏	云南白药	79元/535g	云南白药活性成分
	护龈抗敏牙膏	冷酸灵	49.9元/550g	积雪草凝萃
抗敏感	氨基酸养龈牙膏	舒客	24.9元/140g	氨基酸+积雪草精华
	医研/专研抗敏牙膏	冷酸灵	29.9元/400g	氯化锶六水合物、硝酸钾
	牙龈多效护理牙膏(抗敏)	舒适达	55元/200g	钾离子
	抗敏感专业修复牙膏	舒适达	89元/200g	NOVAMIN生物活性玻璃

数据来源：各品牌天猫旗舰店，中邮证券研究所

2.2 合作超过8年经销商数量占比85%以上，经销商合作稳定，平均提货额稳步提升

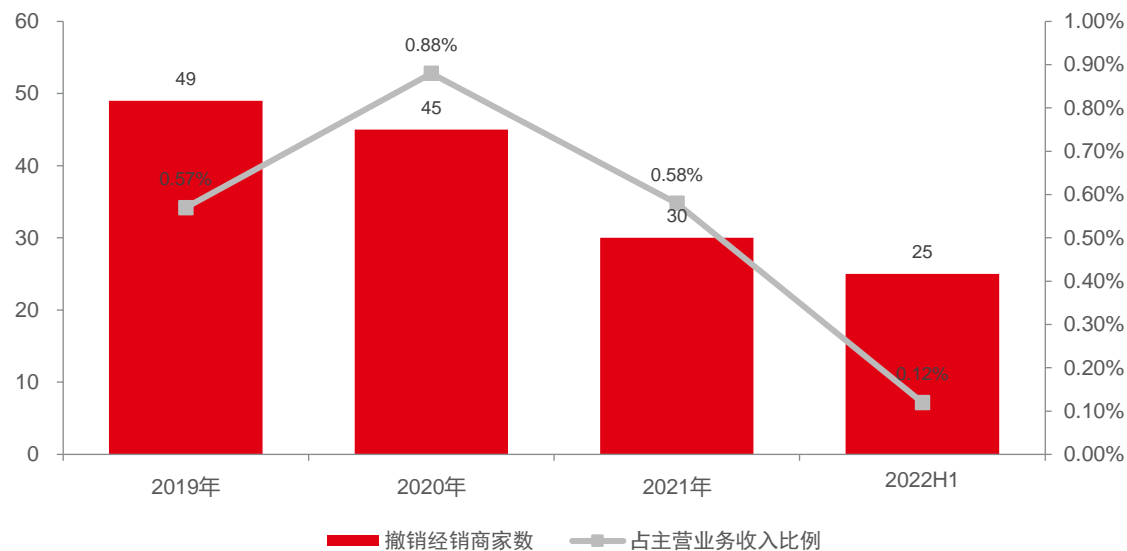
- **经销商合作时间长，提货额稳定。**公司2019-2021年经销商数量分别为521/494/534家，近年来经销商数量较为稳定，公司合作8年以上的经销商数量达85%以上，部分合作时间超过20年，其中战略性客户达330余个；公司2019-2021年经销商平均提货额分别为157/179/174万元，经销商提货额维持较高水平。
- **撤销经销商收入占比低，经销体系稳定。**公司2019-2021年撤销经销商数量分别为49/45/30家，当期收入占比为0.57%/0.88%/0.58%，撤销经销商对公司经销体系影响较小，经销体系稳定。

表42：2019年-2022H1公司经销商销售情况

	2019年	2020年	2021年	2022H1
经销商总数	521	494	534	526
净增数		-27	40	-8
销售金额	81,572	88,246	93,041	47,380
平均提货额	157	179	174	90
YOY		24.09%	-2.46%	

数据来源：公司公告，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图43：2019年-2022H1撤销经销商数量及收入占比

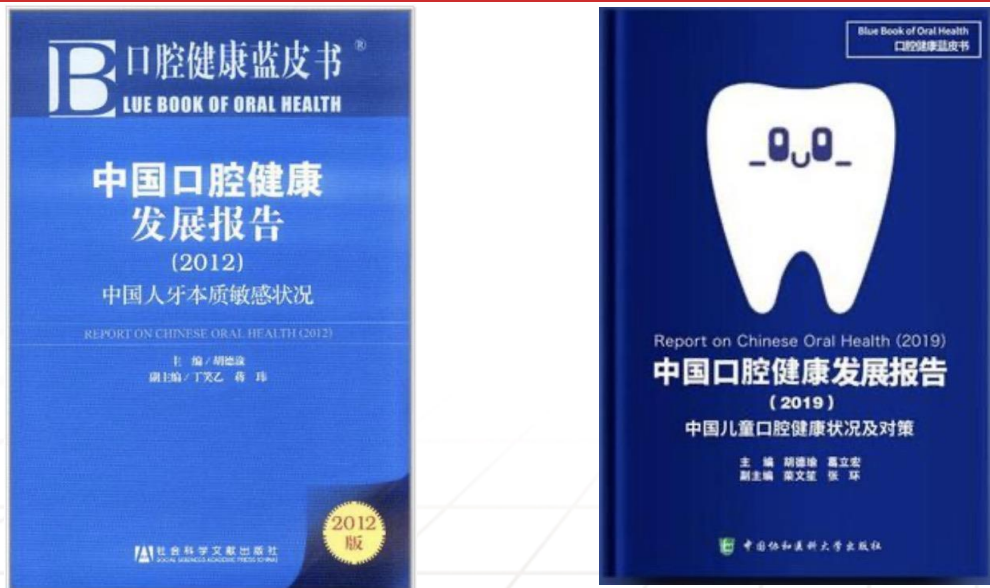


数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 坚持“专业化、年轻化、国民化”品牌宣传，强化消费者认知，树立专业抗敏感心智，品牌形象深入人心

- 多次发布中国口腔健康发展报告，打造专业化品牌形象。公司早期“冷热酸甜、想吃就吃”品牌传播打造较强消费者认知，2012年/2019年两次发布中国口腔健康发展报告，打造口腔健康原生态内容，树立专业化品牌形象。
- 与天猫国潮、综艺等合作，助力品牌年轻化传播。公司制定品牌年轻化、国民化战略，以民族文化为根基，打造品牌增长的国货新动能，如加入天猫国潮合作，与小龙坎跨界合作，聘请年轻流量吴磊为代言人，与湖南卫视热门综艺《向往的生活》合作，吸引年轻粉丝。

图44：公司参与发布的行业蓝皮书



数据来源：封面新闻，百度百科，中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图45：公司近年来营销动作



数据来源：冷酸灵官方公众号，中邮证券研究所

2.3 扩展便利店、新零售等渠道，加大四五线城市布局，提升东部、南部市场份额，实现区域均衡发展

- **扩展便利店体系，加大新零售渠道布局。**公司将扩展711、罗森、全家等便利店系统，积极开展社区团购、O2O到家平台等新零售渠道，预计分别投入募集资金2369万元、1650万元；此外将升级已有渠道，包括形象店打造、潜力店面挖掘及场外活动推广等，预计投入募集资金3410万元。
- **升级已有终端，加大四五线城市布局，提升东部、南部市场份额。**公司线下渠道根基深厚，覆盖31个省、自治区、直辖市以及2000余个区/县城，实现数十万个零售终端覆盖，在西部市场优势尤为突出。未来持续升级已有渠道，优化单店产出，加大四五线城市布局，提升东部、南部市场占比，实现各区域均衡发展。

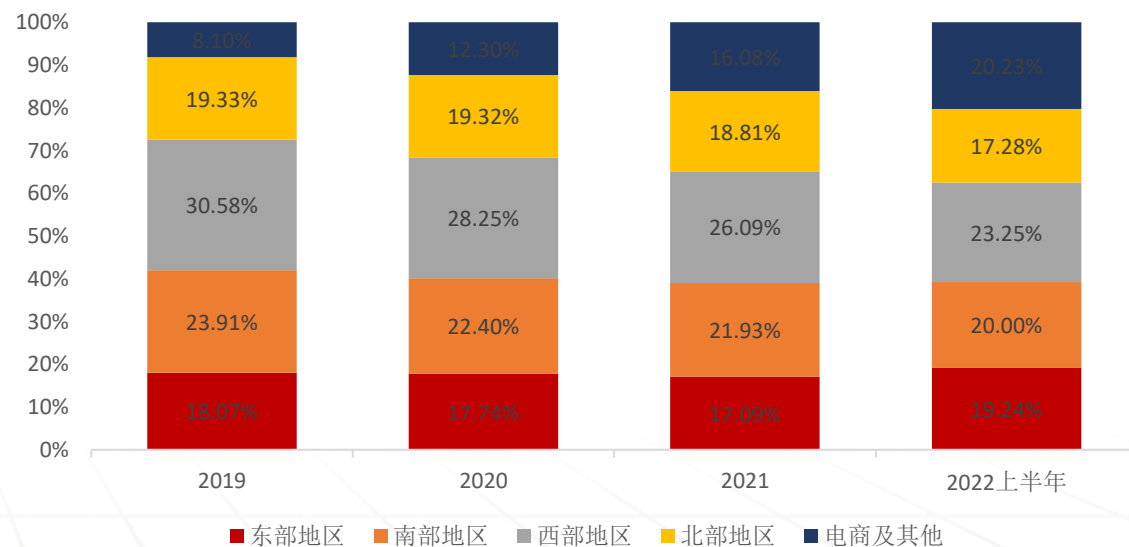
表46：公司募集资金线上线下投入情况

类别	投资内容	投资金额(万元)
线下渠道	1. 拓展便利店终端系统：包括进店条码费、店内陈列、推广促销及上刊 2. 形象店面挖掘打造及场外活动推广	5,778.80
线上渠道	1. 渠道投资：电商平台的广告投放以及与商务合作和内容运营相关的服务采购支出 2. 消费者投资：主要用于赠品采购、网红达人合作、品牌曝光及客户引流	7,470.00
新零售渠道	O2O到家和社区团购平台营销活动开展及运用服务费用	1,650.00

数据来源：公司公告，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图47：公司分区域销售占比情况



数据来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 加大线上投入，猫超、抖音等线上渠道快速增长，对标行业线上化率提升空间大

- **抖音、猫超等带动线上快速增长。**公司2021年电商渠道实现收入1.5亿元，19-21年复合增速约61.7%，抖音、猫超等渠道带动线上收入快速增长，B2C模式线上占比提升至10.9%（22H1），成为线上主要渠道。
- **加大线上投放，对标行业线上占比提升空间大。**2022H1公司线上收入占比仅17.3%，低于薇美姿（21H1为43.6%）以及行业平均值（21年37.4%）；公司近年来电商推广费用稳步提升（21N/22H1维持15.2%），未来将加大电商投入，如平台广告投放、达人合作等，保持B2B电商优势下，发力兴趣电商等B2C电商，助力线上化率提升。

图48：19年-22H1公司电商渠道销售收入（万元）

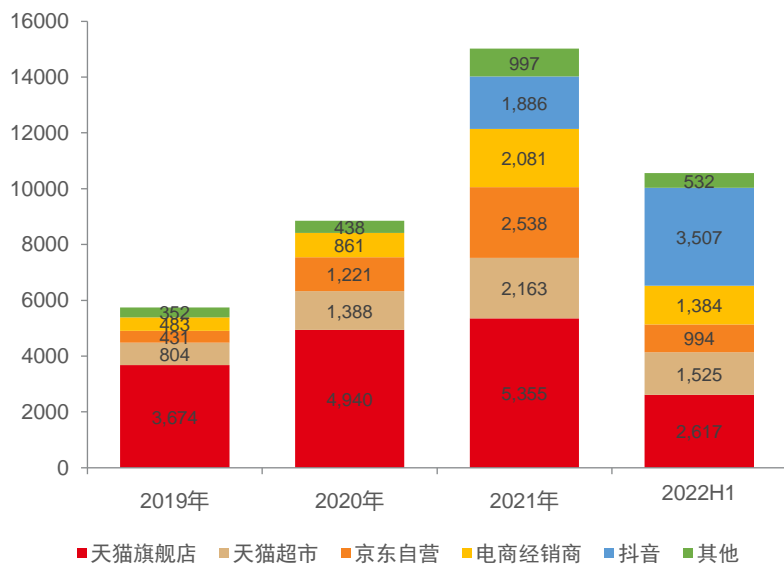


图49：登康、薇美姿以及行业线上渠道占比

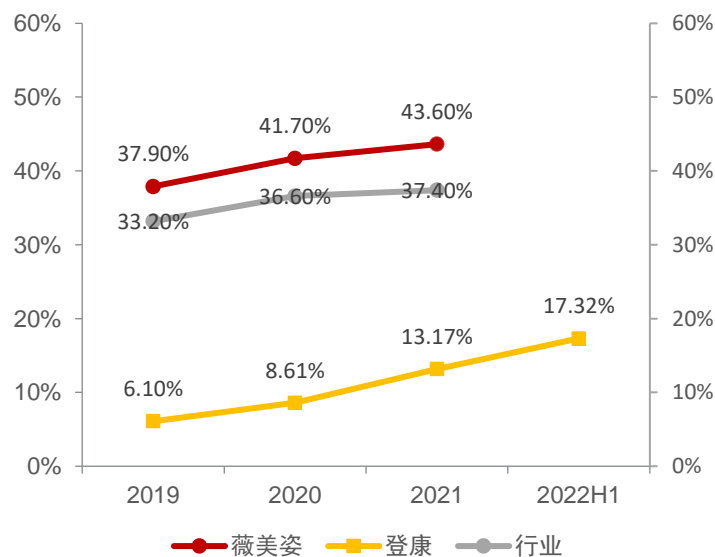
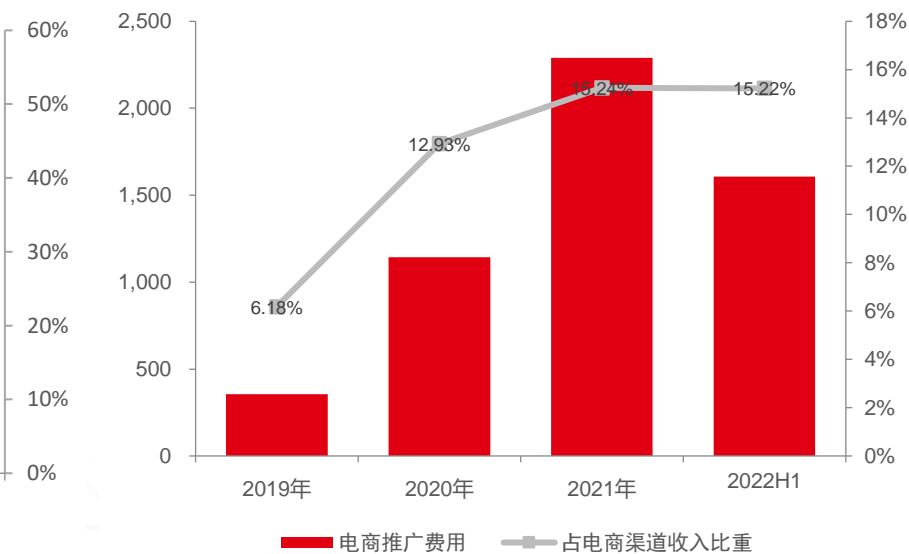


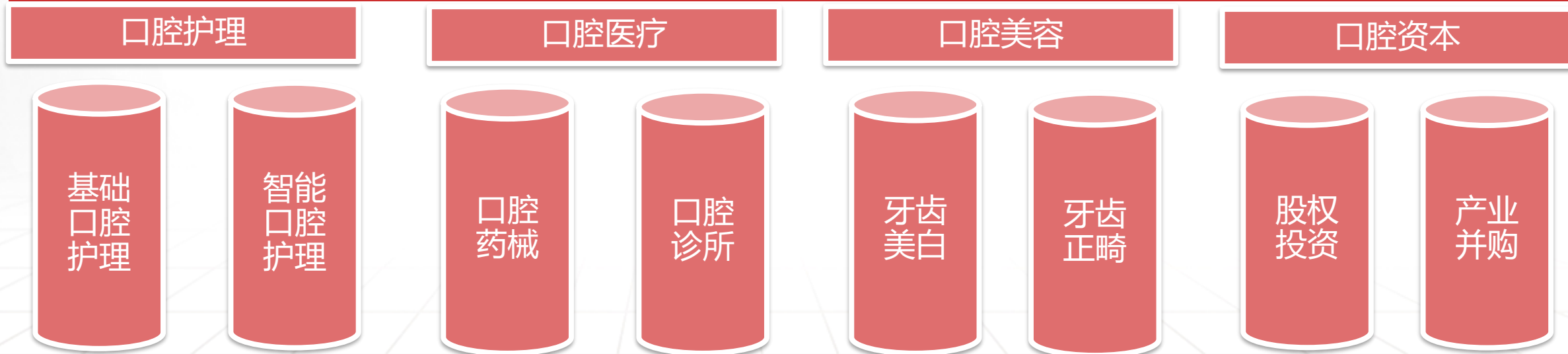
图50：19年-22H1公司电商推广费用情况（万元）



2.3 保持抗敏感口腔护理产品升级，重视儿童口腔领域，加大口腔医疗及口腔美容研发投入，推进股权合作及产业并购打造口腔健康生态圈

- **保持口腔抗敏感赛道优势，加大口腔医疗、口腔美容市场研发及布局。**公司近年来以抗敏感产品为核心，成人产品中推出抗敏感+美白、牙龈护理、抑菌、清火等多种功效产品，提升牙膏牙刷产品市场份额，积极布局儿童口腔护理，提升细分市场地位。未来公司将持续发力口腔医疗、口腔美容市场：1) 加大对重度牙齿敏感人群研究，推出以生物修复技术为基础的抗敏硅牙膏、抗敏凝胶、抗敏泡沫等形式的新产品；2) 加大对 AI 芯片、无刷马达、充电锂电池和电路板等核心电子元器件的持续投入，打造数字化智能口腔系列产品；在口腔医疗与美容新品类；3) 围绕牙齿脱敏、正畸、整形等领域，布局牙科脱敏糊剂、口腔溃疡含漱液等口腔医疗器械产品。
- **推进股权合作、投资并购等方式构建口腔大健康版图。**在口腔医疗、口腔美容、口腔资本管理领域，公司将着眼全球市场，通过股权合作、投资并购、优秀人才引进和招募等方式，积极推进企业向高端制造和口腔医疗、口腔美容服务产业战略延伸，打造口腔健康生态圈。

图51：公司口腔健康生态圈



2.3 保持抗敏感口腔护理产品升级，重视儿童口腔领域，加大口腔医疗及口腔美容研发投入，推进股权合作及产业并购打造口腔健康生态圈

表52：公司在研项目及落地情况

序号	在研项目名称	解决主要问题	所处阶段
1	口腔硬组织研究	从微观上研究牙体硬组织的磨损和修复过程，通过磨损和修复机理的深入，强化新材料的生物学效应，提升活性材料的抗敏和修复效果。	研究阶段
2	口腔软组织研究	探索牙龈组织病变、口腔黏膜疾病等致病机理，寻找软组织修复关键路径，依托种子细胞和生长因子，寻找口腔软组织再生新技术，解决口腔牙龈炎、口腔溃疡等口腔软组织问题。	研究阶段
3	口腔微生态及抑菌效果研究	深入口腔生理生化特性研究，充分认识微生物与口腔常见疾病的关联性，建立适合口腔清洁护理用品抑菌效果的评价方法，创新抑菌技术，强化产品抑菌功效。	研究阶段
4	抗牙本质敏感机理及迭代技术研究	细化和优化抗敏研究体外模型，提升抗敏感研究科研能力，建立抗牙本质敏感功效评价方法，探索抗敏新路径，创新配方抗敏技术	研究阶段
5	漱口水稳定性体系研究	深入开展漱口水稳定性体系研究，优化不同活性物和着色剂在水剂中的悬浮效果提升产品感官体验，并建立加速试验的检测与分析方法。	研究阶段
6	抗（抑）菌剂组合物对口腔致病菌抑制作用与流感病毒杀灭效果研究	深入开展抗（抑）菌剂组合物的协同增效研究，筛选对口腔致病菌抑制作用与流感病毒杀灭效果的优选组合和配比，以提升口腔抑菌制剂（第二类消毒产品）的性能。	研究阶段
7	专研平台产品功效强化及升级	通过功效升级创新，对专研平台的抗敏、美白、护龈技术进行持续研究升级，成功实现牙膏产品产业化，提升产品功效增加产品市场竞争力。	开发阶段
8	儿童牙膏口腔技术升级项目	在产品功效上继续突破，结合市场分析和消费者需求，增加益生菌、生物活性发泡等食品安全新技术的应用，进一步提升产品的功效性、安全性，推动贝乐乐儿童品牌快速发展。	试生产验证阶段
9	安心优护儿童牙膏产品开发项目	从中国儿童口腔健康发展需要，从新防龋和固齿技术两方面研发新品，进一步提升儿童平台产品市场竞争力。	开发阶段
10	低龄儿童牙膏产品技术	开发安全低龄儿童口腔护理产品配方技术，填补0-2岁婴幼儿市场空缺，促进冷酸灵与母婴消费人群的沟通，提高产品覆盖面人群。	放大与验证阶段
11	年轻品牌产品开发项目	针对年轻消费者的需求和喜好，结合天然、植物概念，开发全新品牌的产品，提升产品市场竞争力。	概念阶段
12	天然系列牙膏开发	通过天然成分科学级配方技术，挖掘天然植物成分口腔护理功效，实现天然健康系列口腔护理产品产业化升级。	开发阶段
13	智护变温牙刷研究	根据牙髓内神经末梢对温度变化的耐受性，以及感温变色材料的变色原理和结构，研发出变温牙刷。当水温低于相应温度时，牙刷材料会迅速变色，提示水温过低，从而有效预防牙齿敏感现象发生。	放大与验证阶段



三

盈利预测及投资建议

盈利预测与投资建议

- 盈利预测及投资建议：**我们预计公司2023-2025年收入分别为15.4亿元、17.8亿元、20.4亿元，归母净利润分别为1.6亿元、1.9亿元、2.2亿元，对应当前股价估值为39倍、33倍、29倍。公司为国内领先的口腔护理厂商，口腔护理行业需求稳定增长，国产化趋势持续。未来公司有望通过线上线下渠道的升级与扩展以持续进行产品迭代及新品推出，稳步提升市占率。长期来看，有望通过股权投资、产业并购等方式打造口腔健康生态圈，我们看好公司未来的长期发展，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**行业竞争格局恶化，渠道扩展及新品销售不及预期，成本上升及线上流量成本提升影响利润率等。

表53：公司2023-2025年分收入预测（百万元）

项目\年度	2022年	2023E	2024E	2025E
牙膏	1188.46	1378.61	1571.62	1775.93
yoy		16.0%	14.0%	13.0%
毛利率	39.8%	39.8%	39.8%	39.8%
牙刷	98.66	118.39	139.70	162.05
yoy		20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	51.0%	51.0%	51.0%	51.0%
其他业务	23.96	41.75	67.80	99.37
yoy		74.3%	62.4%	46.6%

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

表54：公司盈利预测与财务指标

项目\年度	2022年	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,313.33	1,538.76	1,779.12	2,037.35
增长率(%)	14.95	17.16	15.62	14.51
EBITDA(百万元)	141.63	163.64	183.95	212.89
归属母公司净利润(百万元)	134.61	161.30	188.65	219.98
增长率(%)	13.25	19.83	16.96	16.61
EPS(元/股)	0.78	0.94	1.10	1.28
市盈率 (P/E)	46.61	38.90	33.26	28.52
市净率 (P/B)	11.57	4.10	3.65	3.24
EV/EBITDA	-1.89	25.37	21.30	17.46

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

附录：财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1,313.33	1,538.76	1,779.12	2,037.35	营业收入	14.95%	17.16%	15.62%	14.51%
营业成本	781.39	915.63	1,059.26	1,213.81	营业利润	6.42%	23.74%	16.96%	16.61%
税金及附加	8.80	10.31	11.92	13.65	归属于母公司净利润	13.25%	19.83%	16.96%	16.61%
销售费用	315.32	369.30	426.99	488.96	获利能力				
管理费用	54.28	61.55	71.16	77.42	毛利率	40.50%	40.50%	40.46%	40.42%
研发费用	40.13	47.70	55.15	63.16	净利率	10.25%	10.48%	10.60%	10.80%
财务费用	-9.70	-15.72	-24.73	-29.43	ROE	24.82%	10.55%	10.98%	11.35%
资产减值损失	-4.43	0.00	0.00	0.00	ROIC	22.37%	9.17%	9.22%	9.51%
营业利润	144.83	179.22	209.61	244.42	偿债能力				
营业外收入	1.09	0.00	0.00	0.00	资产负债率	46.73%	24.46%	25.27%	23.83%
营业外支出	0.17	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.71	4.12	3.97	4.26
利润总额	145.76	179.22	209.61	244.42	营运能力				
所得税	11.14	17.92	20.96	24.44	应收账款周转率	38.38	40.00	40.00	40.00
净利润	134.61	161.30	188.65	219.98	存货周转率	7.25	7.29	7.28	7.28
归母净利润	134.61	161.30	188.65	219.98	总资产周转率	1.33	1.01	0.82	0.84
每股收益(元)	0.78	0.94	1.10	1.28	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.78	0.94	1.10	1.28
货币资金	268.04	1,236.71	1,471.66	1,671.13	每股净资产	3.15	8.88	9.98	11.26
交易性金融资产	113.10	113.10	113.10	113.10	估值比率				
应收票据及应收账款	51.08	60.05	68.44	78.70	PE	46.61	38.90	33.26	28.52
预付款项	16.71	18.31	21.19	24.28	PB	11.57	4.10	3.65	3.24
存货	197.08	225.13	263.31	296.39	现金流量表				
流动资产合计	662.48	1,675.02	1,955.49	2,206.76	净利润	134.61	161.30	188.65	219.98
固定资产	82.64	79.36	75.86	72.17	折旧和摊销	10.28	7.84	7.97	8.09
在建工程	85.05	82.50	80.03	77.63	营运资本变动	-59.15	-24.29	40.34	-26.60
无形资产	15.63	15.63	15.63	15.63	其他	-2.23	-7.69	-8.90	-10.19
非流动资产合计	355.46	349.63	343.66	337.57	经营活动现金流净额	83.51	137.15	228.06	191.29
资产总计	1,017.94	2,024.65	2,299.15	2,544.33	资本开支	-53.97	-2.00	-2.00	-2.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	160.93	7.69	8.90	10.19
应付票据及应付账款	180.77	175.31	236.62	235.42	投资活动现金流净额	106.95	5.69	6.90	8.19
其他流动负债	206.64	231.69	256.23	282.64	股权融资	0.00	825.81	0.00	0.00
流动负债合计	387.41	407.00	492.85	518.05	债务融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	88.26	88.26	88.26	88.26	其他	-103.41	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	88.26	88.26	88.26	88.26	筹资活动现金流净额	-103.41	825.81	0.00	0.00
负债合计	475.66	495.26	581.11	606.31	现金及现金等价物净增加额	87.05	968.66	234.95	199.47
股本	129.13	172.17	172.17	172.17					
资本公积金	214.21	996.98	996.98	996.98					
未分配利润	136.11	273.21	433.57	620.55					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	62.84	87.03	115.33	148.32					
所有者权益合计	542.28	1,529.39	1,718.04	1,938.02					
负债和所有者权益总计	1,017.94	2,024.65	2,299.15	2,544.33					

数据来源：公司公告，中邮证券研究所预测

请参阅附注免责声明

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES