

► **消费者对口腔问题的重视助力口腔护理行业持续扩容。** 1) 口腔护理行业持续扩容。2021年我国口腔护理行业规模为521.7亿元，同比增长4.56%，2008-2021年间行业规模增速CAGR为8.72%，增速显著高于美日及全球。2) 消费者对口腔问题的重视助力人均消费支出提升。我国口腔患者人数占全国总人口的一半，且口腔问题位列国民健康困扰Top5，与此同时我国人均口腔支出仅136元，对比美国、日本、韩国1500-2700元的人均口腔消费支出提升空间较大；此外，2020年我国人均口腔消费支出增速为13%，高于美日韩1-2%的增速。

► **外资品牌市占率持续下滑，国产替代效应显著。** 1) 本土企业市占率提升。上世纪90年代，外资品牌通过收购基本垄断了我国口腔护理高端市场。近年来伴随“国货国潮”风兴起，越来越多的国内品牌通过自主研发创新提升品牌影响力，呈现了良好的发展势头。本土公司云南白药、薇美姿、登康口腔市占率在2013-2022年间持续维持上升趋势，而国际口腔护理龙头公司宝洁和高露洁市占率持续下滑。2) 对比美日，我国口腔护理行业集中度仍有较大提升空间。2022年美国/日本口腔护理行业CR5分别为79.1%/70.6%，对比我国53.5%的CR5仍有较大提升空间。3) 线上渠道占比持续提升，本土品牌更具优势。口腔护理产品有标品化、低单价的特点，线上购买较为便捷，2016-2020年间我国口腔护理行业线上销售占比从24%提升至38%，此外，云南白药线上市占率更高，而佳洁士和高露洁线上市占率显著低于国内整体。我们认为主要系本土企业更为了解线上营销、推广方式，通过更为本土化的方式抢占市场，因此线上表现更好。

► **登康口腔：抗敏领域龙头，营收净利持续增长。** 1) 公司主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，是中国具有影响力的专业口腔护理企业。公司构建了以经销、直供与电商为主的营销网络体系，主要产品包括牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品。2) 公司营业收入及归母净利润规模稳步增加，传统业务稳健发展，新兴业务逐步推进，销售模式由线下向线上转移的趋势加速，电商模式收入快速增长。3) 公司抗牙齿敏感技术业内领先，2019-2021年在抗敏牙膏领域维持市占率第一。公司的创新平台实力雄厚，技术人员经验丰富，持续研发投入引领推动行业技术进步。4) 稳健布局电动牙刷及口腔医疗与美容护理等产品。

► **薇美姿：领先的口腔护理产品提供商。** 1) 公司主要从事开发及销售涵盖四大口腔护理产品类别（成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理及专业口腔护理）的多元化口腔护理产品组合。2) 公司通过全渠道销售及经销网络向消费者提供产品，主要包括：602名线下经销商；32名大客户；32家自营网店及48名线上经销商组成的线上渠道。3) 基础口腔护理产品为主，专业口腔护理产品高增。线上销售占比持续提升，提价+销售结构优化，毛利率持续提升。

► **云南白药：牙膏龙头品牌，持续发力营销。** 1) 2022年公司健康品事业部主营业务收入首次突破60亿元，牙膏市场份额突破24.4%，继续保持市场份额第一，与市场份额第二名的差距继续拉开，品牌渗透率超过30%。云南白药口腔健康围绕“修护+”核心功效，牢牢把握“治愈感、功效强、专业化”的品牌超级符号，实现年度总曝光23.28亿次，总触达5.99亿人。2) 营销方面，瞄准不同目标人群，与多位知名国民艺人合作，持续提升品牌的影响力。在线下渠道保持平稳增长的基础上，公司2022年健康产品线上渠道收入占比超过15%，较上年进一步提升；“双11”期间，云南白药口腔护理品类全网销售额增长超过两位数。

► **风险提示：**行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

推荐

维持评级



分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1. 家居行业系列报告三：一文读懂整装渠道变迁-2023/04/16
2. “碳中和”专题报告：CCER重启在望，我国碳交易市场大有可为-2023/03/30
3. MRO行业深度报告：乘势而起，国企央企数字化采购前景可期-2023/03/20
4. 箱板瓦楞纸行业深度报告：等待顺周期，关注箱板瓦楞的底部弹性-2023/03/01
5. 家居行业点评报告：当前时点，为何要超配家居板块？-2023/02/22

目录

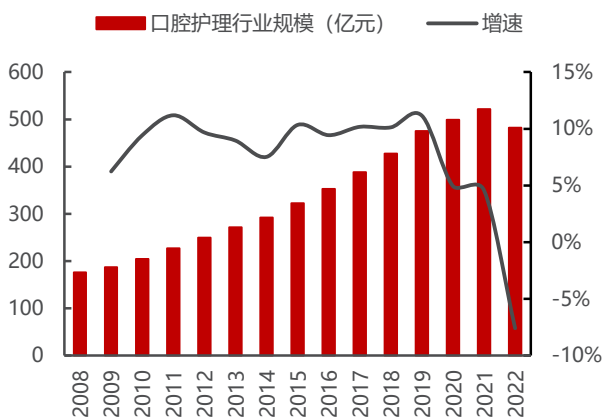
1 口腔护理行业持续扩容，国产替代成效显著	3
1.1 人均消费增长助力口腔护理行业稳健成长	3
1.2 外资品牌市占率持续下滑，国产替代显著	4
1.3 线上渠道占比持续增长，本土品牌更具优势	8
2 登康口腔：抗敏领域龙头，营收净利持续增长	10
2.1 产品矩阵丰富的专业口腔护理企业	10
2.2 财务分析：营收净利稳健成长，电商渠道收入高增	12
2.3 抗敏技术业内领先，持续布局新品类	15
3 薇美姿：领先的口腔护理产品提供商	18
3.1 多品类、全渠道覆盖的口腔护理产品提供商	18
3.2 财务分析：基础口腔护理为主，毛利率持续提升	19
4 云南白药：牙膏龙头品牌，持续发力营销	22
5 风险提示	23
插图目录	24

1 口腔护理行业持续扩容，国产替代成效显著

1.1 人均消费增长助力口腔护理行业稳健成长

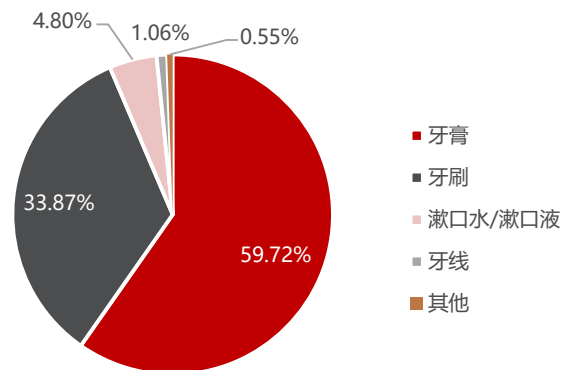
口腔护理行业稳健成长。2021 年我国口腔护理行业规模 521.7 亿元，同增 4.56%，2008-2021 年间行业规模增速 CAGR 为 8.72%。2022 年受疫情影响行业规模同比下滑 7.6%至 482.1 亿元。我国口腔护理行业中占比最大的为牙膏（59.72%），其次为牙刷（33.87%），漱口水、漱口水、牙线等规模占比较小。

图1：中国口腔护理行业规模及增速



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

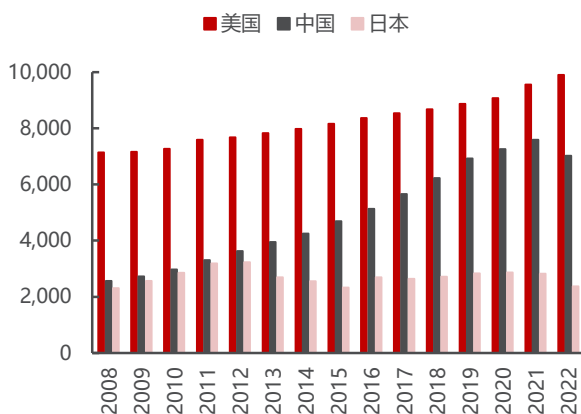
图2：2021 年中国口腔护理行业分品类占比



资料来源：Euromonitor，登康口腔招股书，民生证券研究院

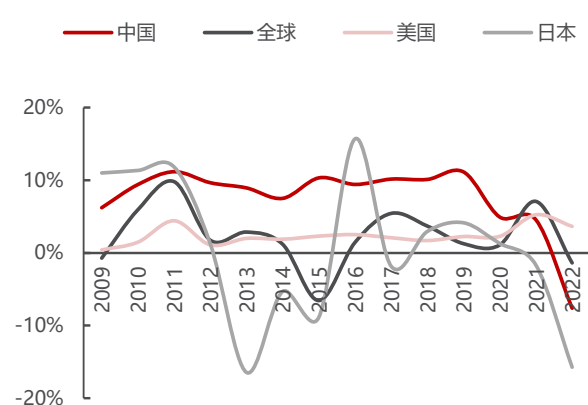
中国口腔护理行业增速显著高于美日及全球。随着我国经济的快速发展和国民人均收入水平不断提升，国民在口腔清洁护理领域的人均投入不断增长，从数量、价格、品类及市场覆盖等多方面带动口腔清洁护理用品行业的成长发展。2022 年中国/美国/日本口腔护理行业规模分别为 70/99/24 亿美元，2008-2022 年行业增速 CAGR 分别为 7.47%/2.36%/0.20%，同期全球口腔护理行业增速 CAGR 为 2.28%，中国口腔护理行业规模增长显著更高。

图3：美中日口腔护理行业规模对比（百万美元）



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

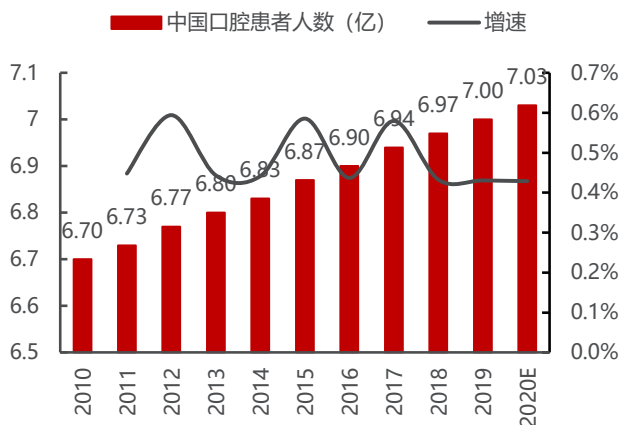
图4：美中日及全球口腔护理行业规模增速对比



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

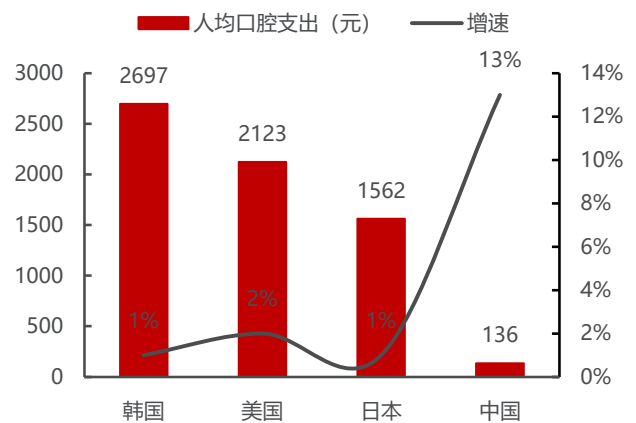
消费者对口腔问题的重视助力人均消费支出提升。2010-2019年，我国口腔患者人数从6.7亿人逐年增加至7亿人，占全国总人口的一半；丁香医生2021年的国民健康调研数据显示，口腔问题位列国民健康困扰Top5且较去年上升1位，我国的国民口腔健康已经成为了不可忽视的问题。2020年我国人均口腔支出仅136元，对比美日韩1500-2700元人均口腔消费支出提升空间大；此外，2020年我国人均口腔消费支出增速13%，高于美日韩1-2%的增速。

图5：中国口腔患者人数



资料来源：《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，民生证券研究院

图6：2020年各国人均口腔消费支出对比



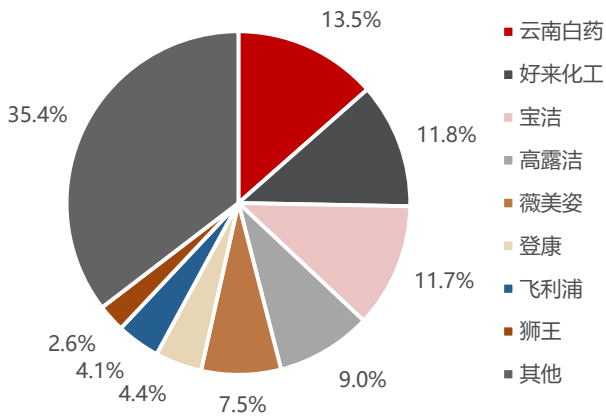
资料来源：《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，民生证券研究院

1.2 外资品牌市占率持续下滑，国产替代显著

外资品牌市占率持续下滑，国产替代显著。上世纪90年代，外资品牌强势进入中国市场，通过收购基本垄断了我国口腔护理高端市场。近年来，越来越多的国内品牌通过自主研发创新提升产品品质、营销能力、品牌形象，品牌影响力逐步成为企业获取市场的关键。随着我国综合国力的增强，消费市场掀起了“国货国潮”风，年轻人越来越接受国货、喜爱国货，品质好、有创新、有颜值的国货呈现了良好的发展势头。

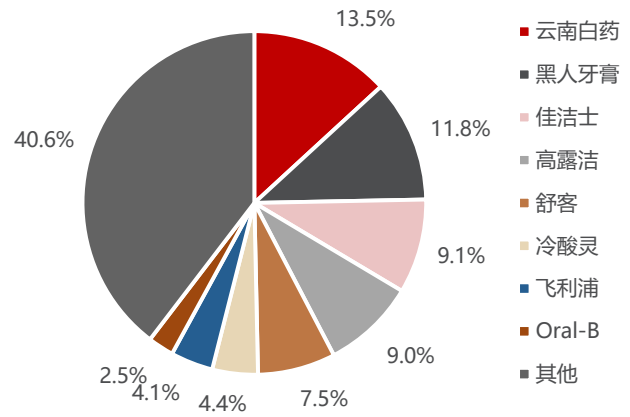
2022年云南白药/好来化工/宝洁/高露洁/薇美姿/登康销售额分别占我国口腔护理行业总销售额的13.5%/11.8%/11.7%/9.0%/7.5%/4.4%，其中本土公司云南白药、薇美姿、登康市占率在2013-2022年间均维持上升趋势，而国际口腔护理龙头公司宝洁和高露洁市占率持续下滑。

图7：2022年我国口腔护理行业分公司市占率情况



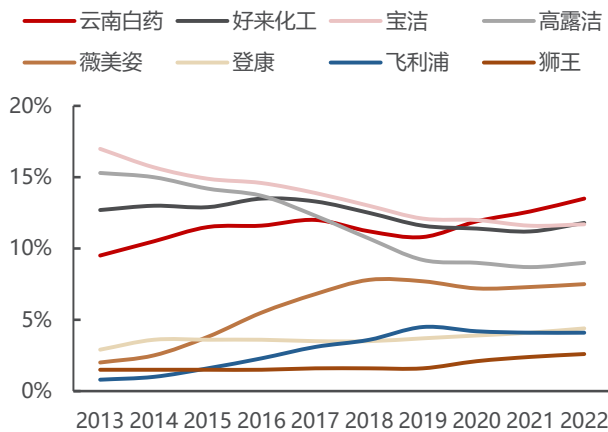
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图8：2022年我国口腔护理行业分品牌市占率情况



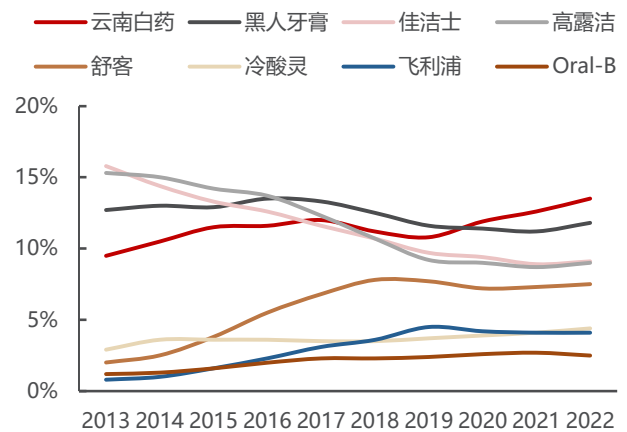
资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

图9：我国口腔护理行业分公司市占率变化情况



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

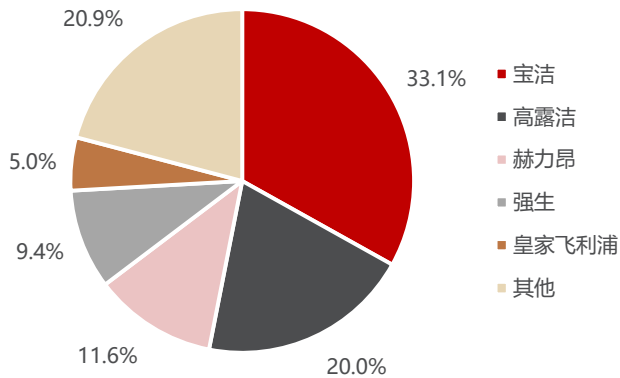
图10：我国口腔护理行业分品牌市占率变化情况



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

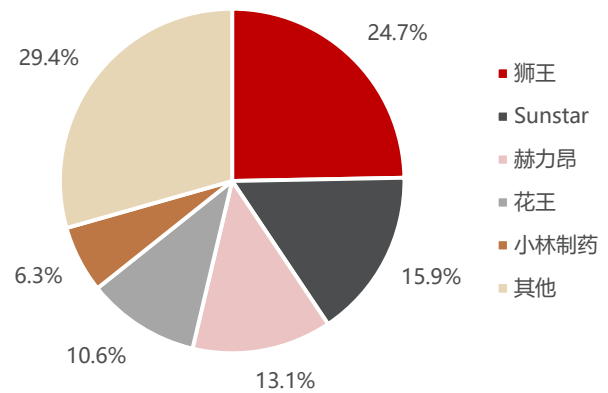
对比美国、日本，我国口腔护理行业集中度仍有较大提升空间。2022年美国/日本口腔护理行业CR5分别为79.1%/70.6%，对标美日，我国53.5%的CR5仍有较大提升空间。此外，日本口腔护理行业市占率前五的公司中有4家均为日本本土企业，对标日本，我国本土企业仍有较大发展空间。

图11：2022 年美国口腔护理行业分公司市占率



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

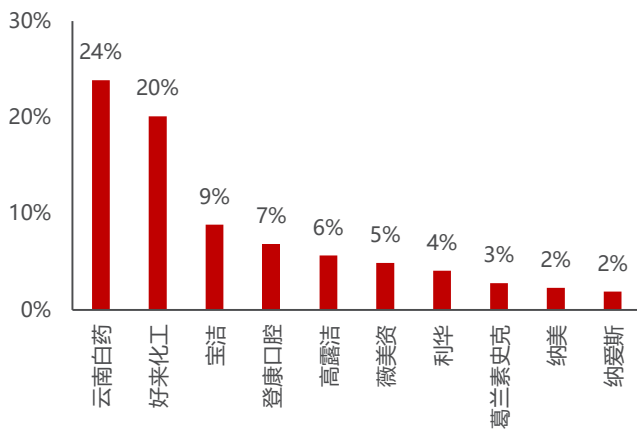
图12：2022 年日本口腔护理行业分公司市占率



资料来源：Euromonitor，民生证券研究院

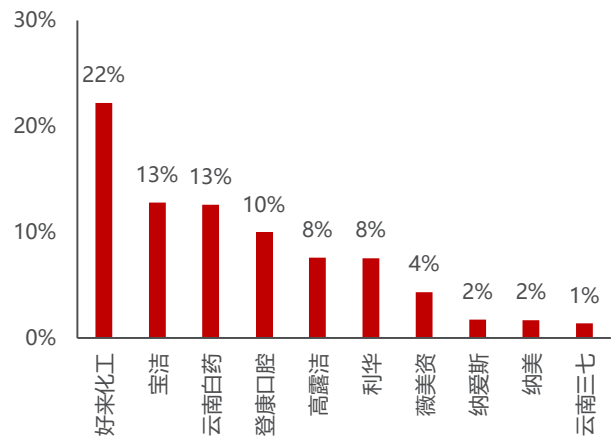
云南白药/好来化工分别为牙膏行业销售额/销量市占率第一。牙膏是是最大的口腔清洁护理品类，2021 年行业 CR5 达 65%。其中云南白药在线下销售渠道中，牙膏产品的零售额市场份额占比为 24%、销量市场份额占比 13%，好来化工销售额市场份额占比 20%、销量市场份额占比 22%。

图13：2021 年我国牙膏线下市场份额（按销售额）



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

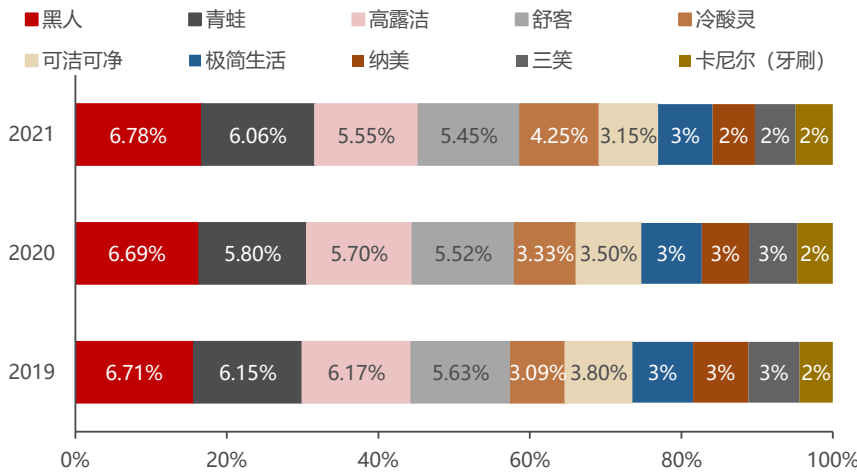
图14：2021 年我国牙膏线下市场份额（按销售量）



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

线下牙刷市占率排名前三位的是黑人/青蛙/高露洁。牙刷是口腔清洁护理用品中第二大品类，2019-2021 年黑人牙刷市占率从 6.71%提升至 6.78%，外资龙头高露洁市占率持续下滑，舒客/冷酸灵分别位列第 4/5，其中冷酸灵牙刷市占率增长幅度较大。

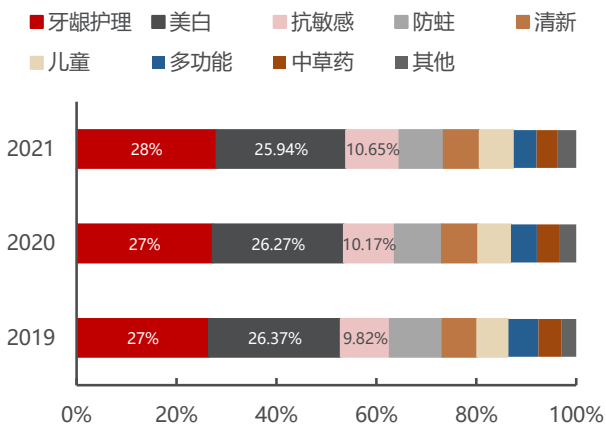
图15：中国线下牙刷销售份额



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

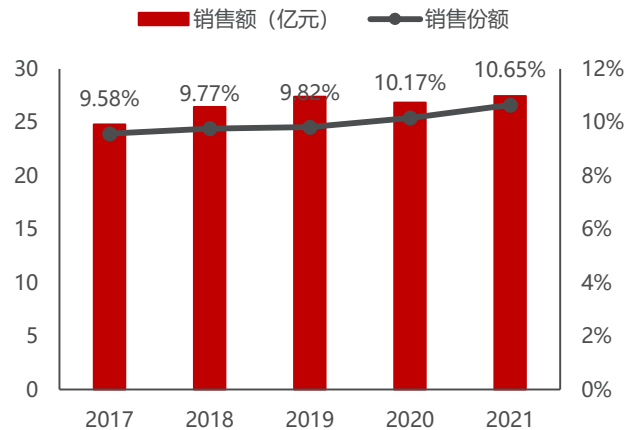
功能性牙膏是消费者购买的主要品类。在产品功效上，牙龈护理、美白和抗敏感类牙膏仍是消费者购买的主要品类，2021年线下市场份额占比分别为28.00%、25.94%和10.65%。2019年至2021年间，美白类牙膏市场份额持续萎缩，牙龈护理、抗敏感和儿童等强功效、高溢价的功能品类持续提升。

图16：我国牙膏线下产品功效结构占比及变化



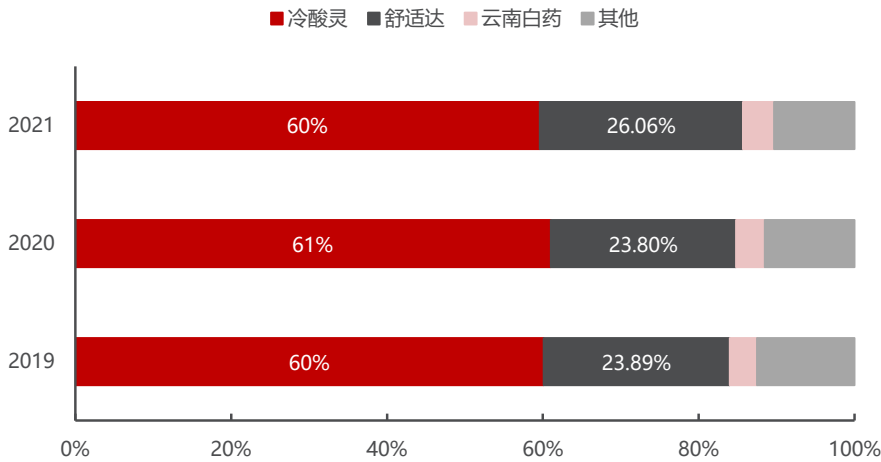
资料来源：尼尔森，民生证券研究院

图17：抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比情况



资料来源：尼尔森，民生证券研究院

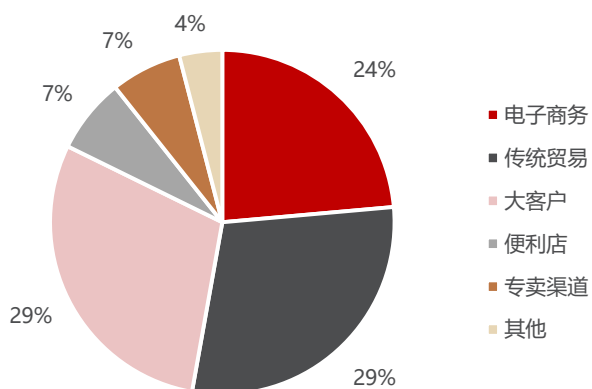
冷酸灵是抗敏感领域绝对龙头。随着消费者对抗敏感牙膏需求的提升，众多企业也纷纷进入抗敏感细分领域，共同驱动抗敏感细分市场持续成长。根据尼尔森零售研究数据显示，2019-2021年，冷酸灵在抗敏感细分领域线下市场分别占60.08%、61.00%和59.61%，占据领导地位。

图18：抗敏感细分领域线下市场销售份额

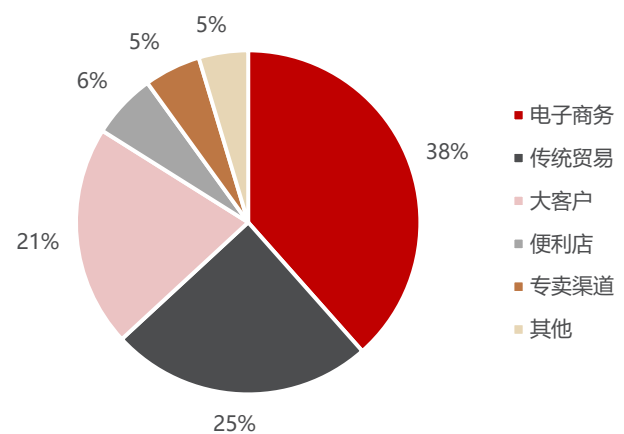
资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

1.3 线上渠道占比持续增长，本土品牌更具优势

线上渠道销售占比快速提升。口腔护理产品有标品化、低单价的特点，线上购买较为便捷，伴随我国电商快速发展，口腔护理行业销售渠道中电商占比持续提升。2016-2020年我国口腔护理行业线上销售占比从24%提升至38%，销售额增长CAGR为30.6%。传统贸易渠道占比从29%下降至25%，销售额增长CAGR为10.7%，大客户渠道占比从29%下降至21%，销售额增长CAGR为6%。

图19：2016年中国口腔护理市场零售渠道占比

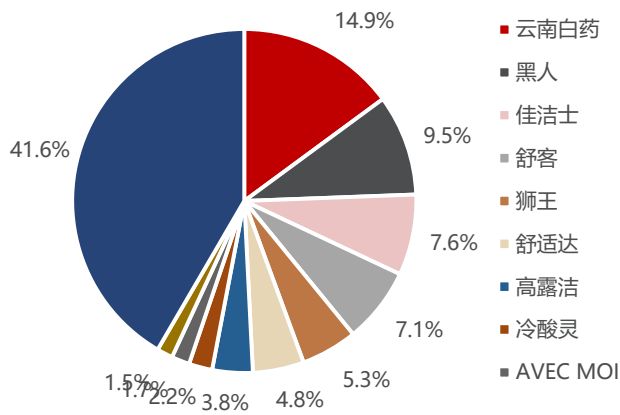
资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

图20：2020年中国口腔护理市场零售渠道占比

资料来源：弗若斯特沙利文，民生证券研究院

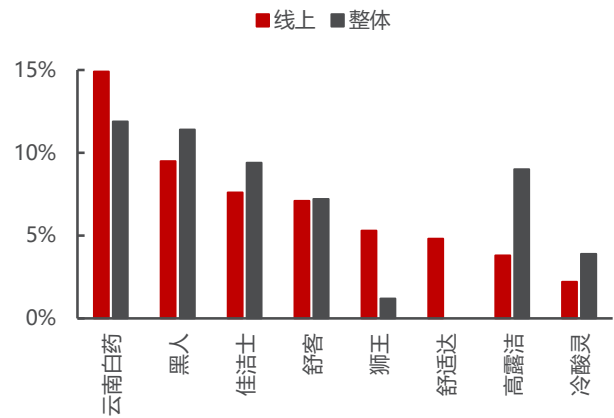
本土品牌在线上更有优势。对比我国线上及整体市占率，云南白药线上市占率更高，而佳洁士和高露洁线上市占率显著低于整体。我们认为主要系本土企业更为了解线上营销、推广方式，通过更为本土化的方式抢占市场，因此线上表现更好。

图21：2020年牙膏线上销售市占率



资料来源：化妆品报，民生证券研究院

图22：2020年线上及整体品牌市占率对比



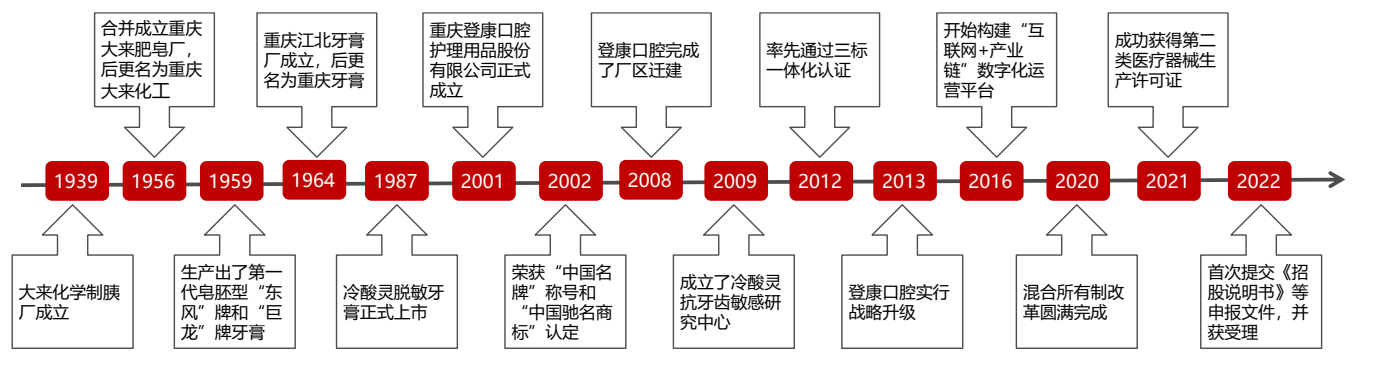
资料来源：化妆品报，Euromonitor，民生证券研究院

2 登康口腔：抗敏领域龙头，营收净利持续增长

2.1 产品矩阵丰富的专业口腔护理企业

公司是具有影响力的专业口腔护理企业。登康口腔前身为重庆牙膏厂，最早可追溯到 1939 年的大来化学制胰厂，于 2001 年通过股份制改造正式注册成立。公司主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，是中国具有影响力的专业口腔护理企业。战略方面，公司始终坚持“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”，致力于为大众提供口腔健康与美丽整体解决方案。业务方面，公司构建了以经销、直供与电商为主的营销网络体系，主要产品包括牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品。同时公司把握行业发展现状及机遇，大力创新开发电动牙刷、冲牙器等电动口腔护理用品，积极拓展口腔抑菌膏、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用品。

图23：登康口腔发展历程



资料来源：登康口腔官网，民生证券研究院

产品矩阵丰富。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。

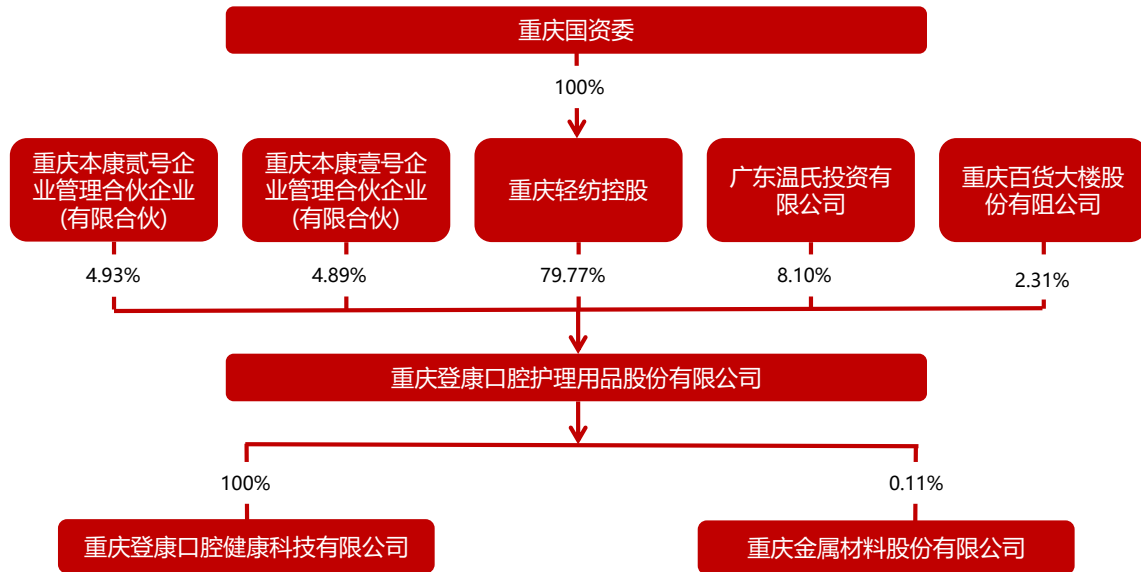
图24：登康口腔产品矩阵

成人基础口腔护理	成人牙膏	医研平台		儿童基础口腔护理	儿童牙膏	
		专研平台			儿童牙刷	
		预护平台			成人牙刷	
		基础平台				
口腔医疗与美容护理等产品	口腔医疗器械	牙齿脱敏剂		电动口腔护理	成人电动牙刷	
	口腔卫生用品	口腔抑菌系列			儿童电动牙刷	
		正畸护理系列				
	口腔美容与专业护理用品	牙线系列				
		漱口水系列				
		口腔喷雾				

资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

公司实控人为重庆市国资委。登康口腔第一大股东为轻纺集团(持股 79.77%)。轻纺集团为重庆市国资委 100%控股的企业，重庆市国资委为公司实际控制人。本康壹号和本康贰号均为登康口腔员工持股平台，公司通过设立员工持股平台将公司利益与企业核心骨干员工深度绑定。

图25：登康口腔股权结构图

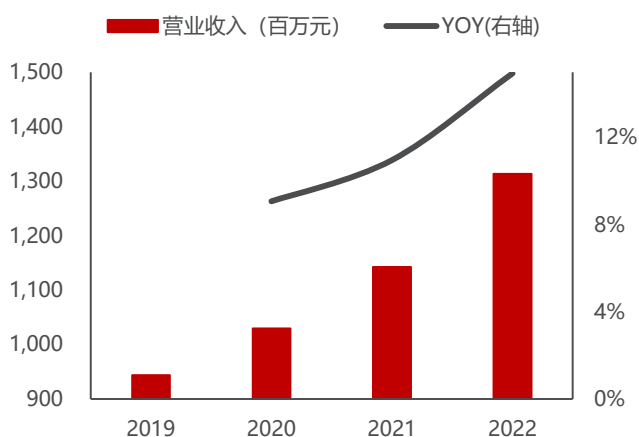


资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

2.2 财务分析：营收净利稳健成长，电商渠道收入高增

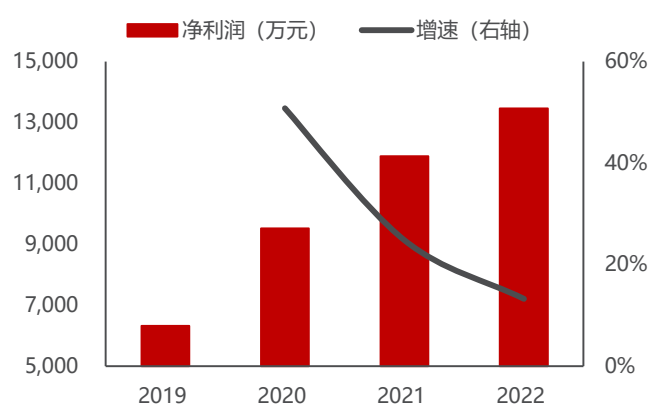
营收及归母净利润规模稳步增加。公司营收规模、营收同比增速持续提升。公司综合毛利率水平受主营业务毛利率变动的影响有所下滑。归母净利润规模保持稳步增长态势。未来成长空间较大，盈利能力较高。

图26：登康口腔营收及营收增速

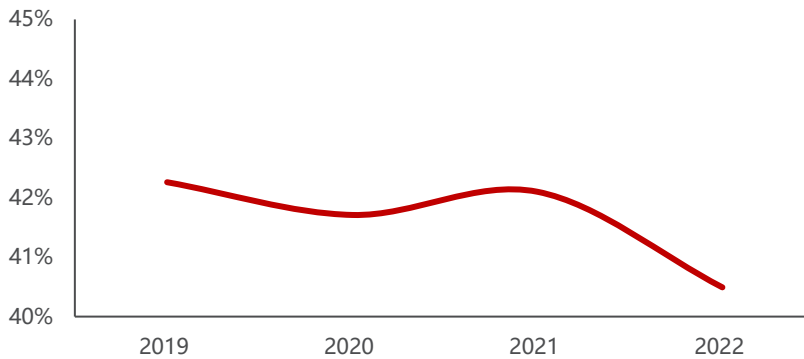


资料来源：登康招股书，民生证券研究院

图27：登康口腔归母净利润及增速

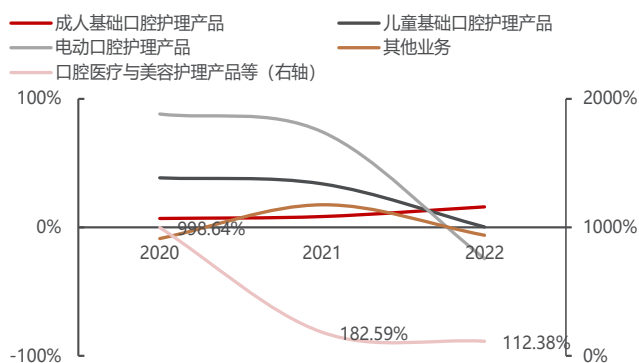


资料来源：登康招股书，民生证券研究院

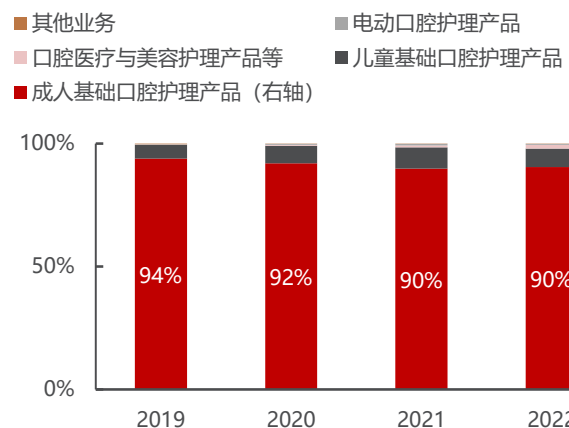
图28：登康口腔毛利率

资料来源：公司招股书，民生证券研究院

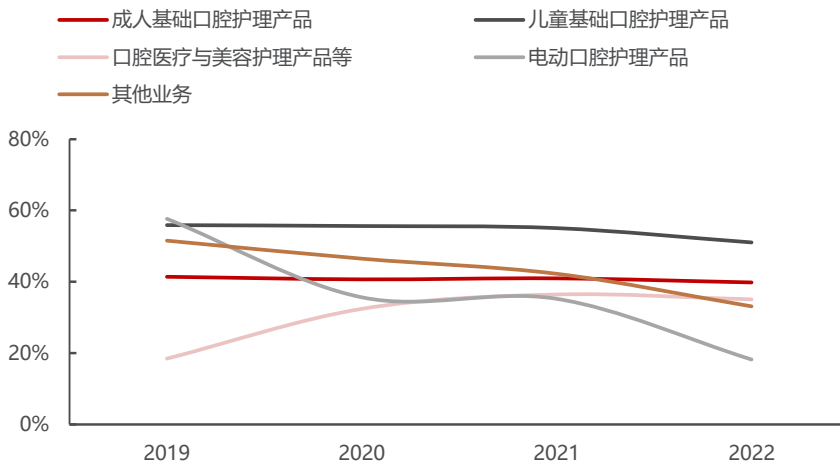
分产品来看，传统业务稳健发展，新兴业务逐步推进。成人基础口腔护理产品和儿童基础口腔护理产品为营业收入的主要来源，2022 年两者合计占比营收 98%。除成人基础口腔护理产品外，其他产品在 2022 年收入增速均有不同程度的下降。口腔医疗与美容护理产品等作为登康口腔未来产品拓展和收入增长的重要方向，占比营收比例逐步上升，2022 年占比营收位居主营产品第三。电动口腔护理产品和口腔医疗与美容护理产品等作为新兴产业，竞争较为激烈，而登康口腔在这方面品牌知名度低，因此毛利率波动较为显著。

图29：登康口腔分产品收入增速

资料来源：登康招股书，民生证券研究院

图30：登康口腔营收分产品占比

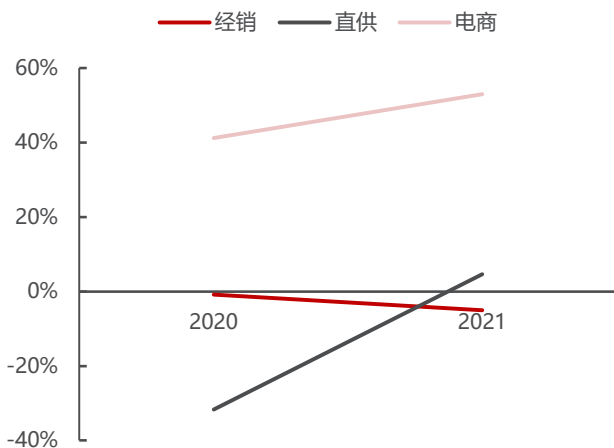
资料来源：登康招股书，民生证券研究院

图31：登康口腔分产品毛利率

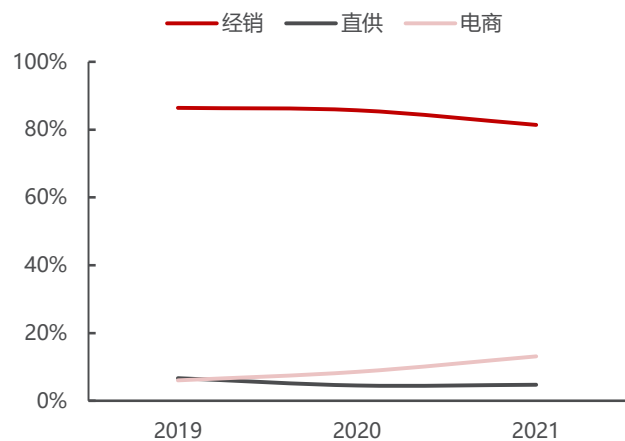
资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

分渠道来看，销售模式由线下向线上转移的趋势加速，电商模式收入快速增长。

登康口腔销售模式主要是为经销模式，但近几年销售模式逐渐由线下向线上转移，占比营收比例有所下降，同时经销收入增速放缓，2021年收入增速为-4.99%。与直供模式相比，经销模式所涉及的销售层级相对更多，因此产品出厂价格相对更低，毛利率低于直供模式。电商模式作为登康口腔未来销售重点发展渠道，收入快速上升，但毛利率受制于多样化的促销推广活动和较大的价格折扣，波动较为显著，且低于经销模式和直供模式。

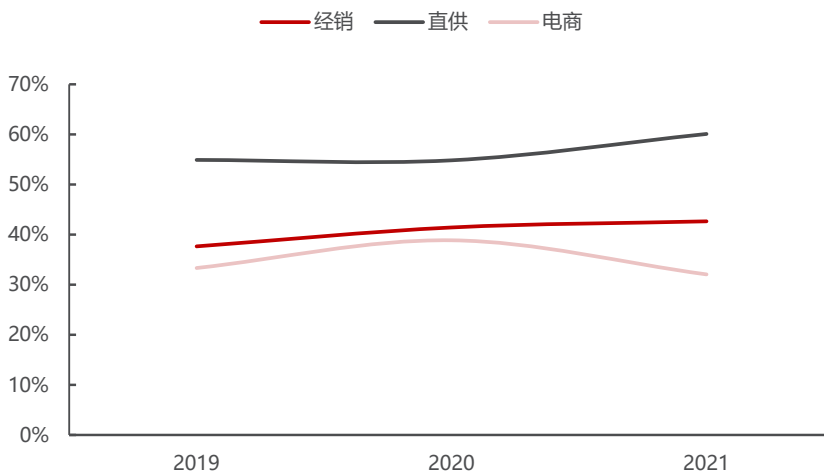
图32：分渠道收入增速

资料来源：登康招股书，民生证券研究院

图33：营收分渠道占比

资料来源：登康招股书，民生证券研究院

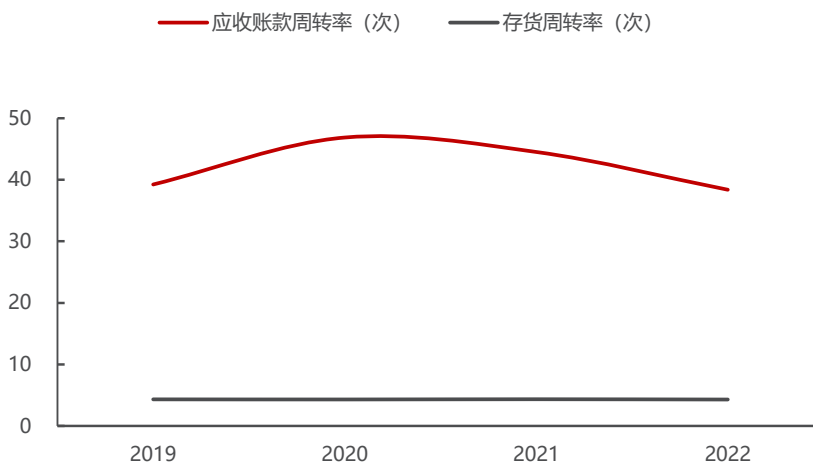
图34：分渠道毛利率



资料来源：登康招股书，民生证券研究院

公司主要采取先款后货的销售结算方式，因此各期末应收账款余额较小，**应收账款周转率相应处于较高水平**。2021 年受以信用方式结算为主的电商 B2B 销售规模增长较快影响，应收账款周转率同比下降。2022 年因公司给予经销商年中临时授信，应收账款周转率有所下滑。**近几年的存货周转率相对稳定，无较大波动。**

图35：存货周转率和应收账款周转率



资料来源：登康招股书，民生证券研究院

2.3 抗敏技术业内领先，持续布局新品类

抗牙齿敏感技术业内领先。公司口腔护理业务重点聚焦抗敏感功能领域，打造了以抗牙齿敏感技术为核心的“1+X”核心技术壁垒。为保持抗敏感领域国内领导者地位，公司积极布局了抗敏感 3.0 技术矩阵，并高度关注儿童、老年等不同年龄段口腔健康需求，不断强化和丰富了防蛀、抑制牙菌斑、减轻牙龈问题等技术矩阵。

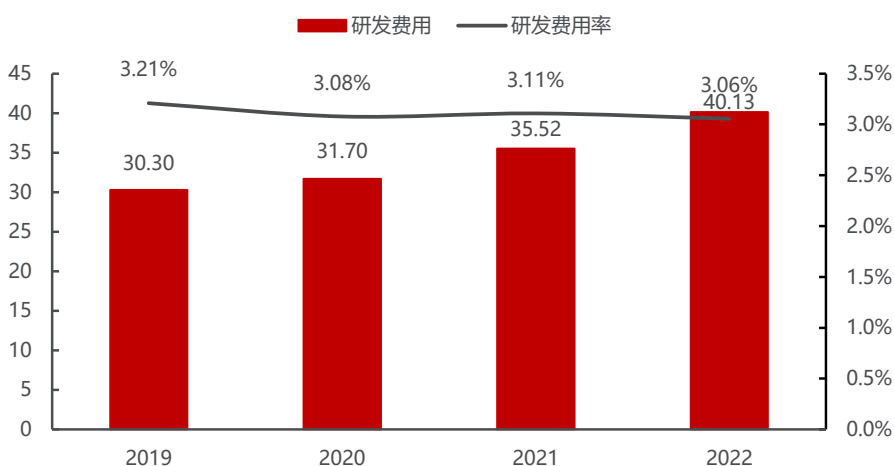
图36：登康口腔抗敏感 3.0 技术矩阵



资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

创新平台实力雄厚，引领推动行业技术进步。公司拥有博士、海外创新人才、省部级创新人才 20 余人，技术研发中心设施设备齐全，拥有检测检验能力百余项。公司取得行业特有的双重抗敏感技术和生物陶瓷材料技术（国家发明专利）。临床验证表明，生物陶瓷材料技术能有效修复牙齿损伤，围绕该材料累计申请专利 10 余件，起草行业标准 1 项，起草团体标准 1 项，以此技术为核心支撑形成了现有医研高端产品平台。含钾盐和锶盐的双重抗敏感发明专利技术，是从修护和舒缓双途径解决牙齿敏感问题的专利技术。经四川大学华西口腔医学院临床验证，双重抗敏感效果显著，引领和推动了行业技术进步。

图37：登康口腔研发费用（百万元）及研发费用率

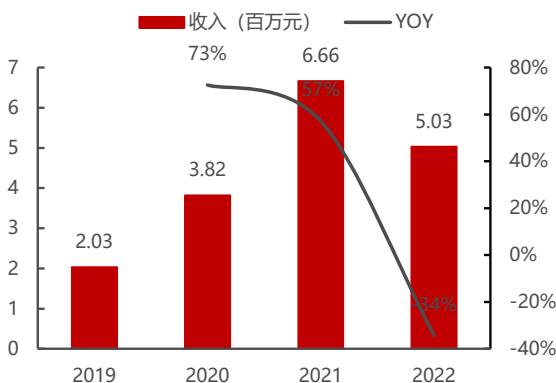


资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

公司实行多品牌、多品类、多品种发展战略。目前，公司旗下拥有核心品牌“登康”“冷酸灵”、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，为各年龄段消费人群提供专业化、个性化的高品质口腔护理产品。

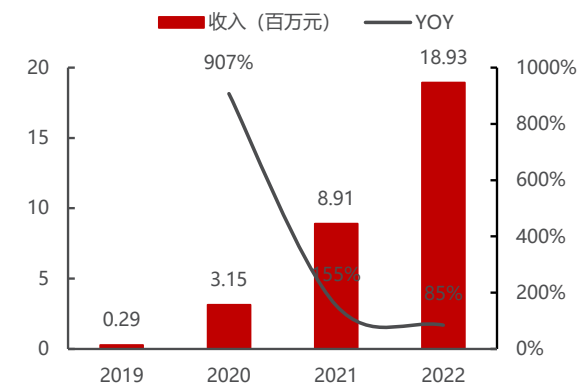
稳健布局电动牙刷及口腔医疗与美容护理等产品。1) 电动口腔护理市场是公司未来发展和收入持续增长的关键，公司通过对电动口腔护理产品的模式探索与总结、电动产品矩阵的持续完善和优秀电动口腔人才的招募等举措，更好地满足了市场多样化需求，收入增速较快。2) 口腔医疗与美容护理等产品主要为漱口水、消字号口腔抑菌膏与口腔抑菌护理液、械字号牙齿脱敏剂等产品，是公司未来产品拓展和收入增长的重要方向，是四大产品矩阵整体价值创新的关键。近年来，公司紧抓消费者对于口腔护理用品需求多样化的发展趋势，推出口腔医疗与美容护理等产品，以拓展市场份额，销售额实现快速增长。

图38：登康口腔电动牙刷收入及增速



资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

图39：登康口腔医疗与美容护理等产品收入及增速



资料来源：登康口腔招股书，民生证券研究院

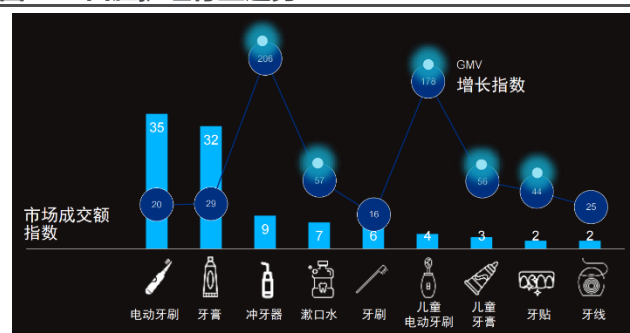
漱口水、水牙线、电动牙刷等口腔护理新品类增速较高。基础品类电动牙刷、牙膏占比领先，但市场相对成熟，增速有所放缓；随着消费者口腔保健心智的进阶，更为进阶的水牙线、漱口水等新品品类崛起，增速领涨市场。登康持续布局新品类，完善品类布局。

图40：天猫平台口腔护理细分品类消费规模趋势



资料来源：《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，民生证券研究院

图41：口腔护理行业趋势



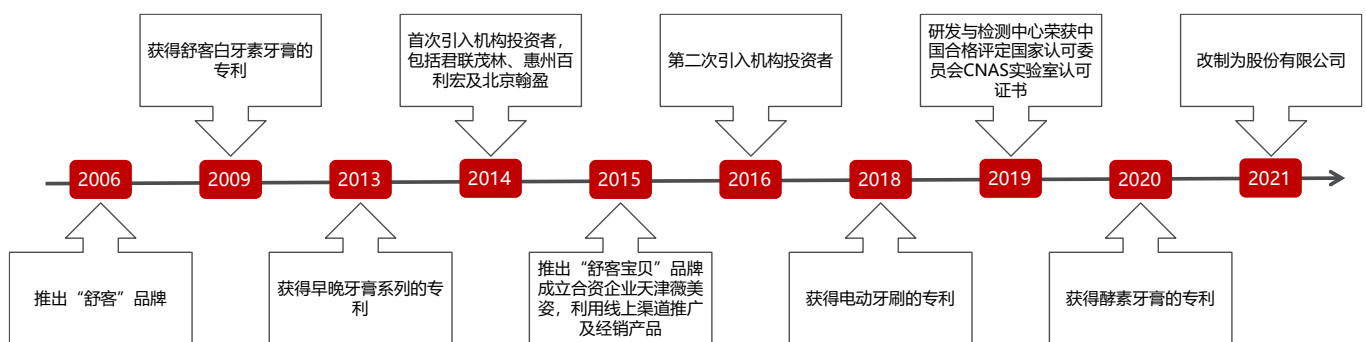
资料来源：《2020 年口腔护理行业最新趋势报告》，民生证券研究院

3 薇美姿：领先的口腔护理产品提供商

3.1 多品类、全渠道覆盖的口腔护理产品提供商

中国领先的口腔护理产品提供商。公司旨在通过一站式及多元化的产品供应改善消费者的口腔健康及卫生。主要从事开发及销售涵盖四大口腔护理产品类别（即成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理及专业口腔护理）的多元化口腔护理产品组合。

图42：薇美姿发展历程



资料来源：薇美姿招股书，民生证券研究院

全渠道覆盖销售。公司通过全渠道销售及经销网络向消费者提供产品，主要包括：(1) 截至2021年9月30日覆盖中国22个省份、4个直辖市及5个自治区的602名线下经销商；(2) 32名大客户；(3) 由主要电子商务平台以及新兴的社交平台及社区团购平台上的32家自营网店及48名线上经销商组成的线上渠道。

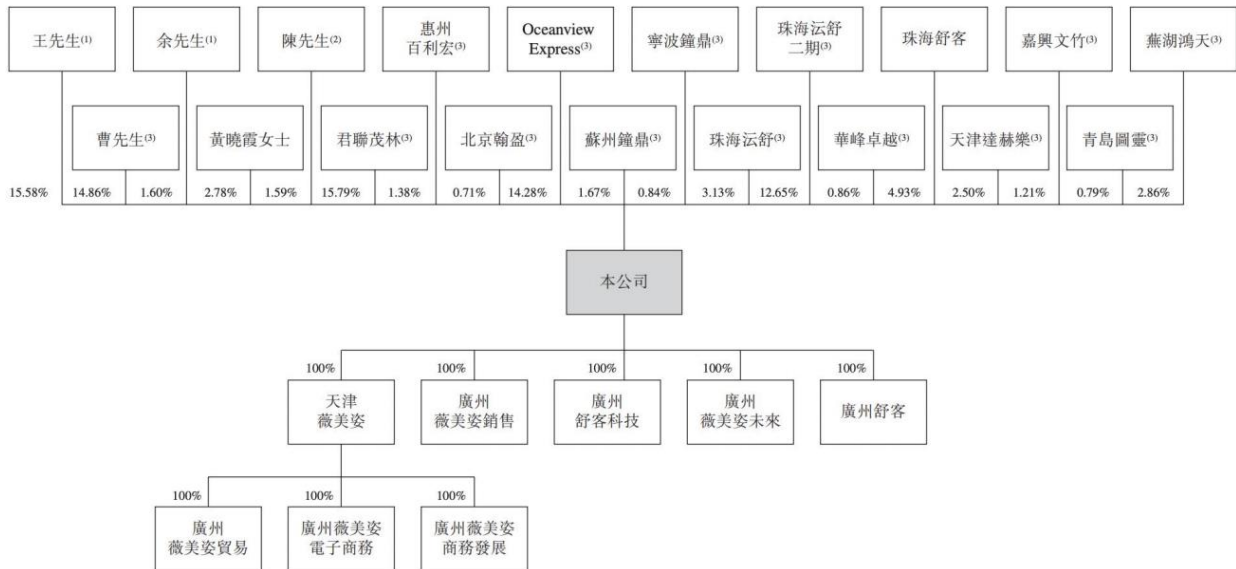
图43：薇美姿业务模式



资料来源：薇美姿招股书，民生证券研究院

公司股权结构集中。王梓权、曹瑞安、余立涛先生分别持股15.58%/14.86%/1.60%，并通过一致行动人协议共同成为公司控股股东，合计控股约32.04%所附的表决权。

图44：登康口腔股权结构图



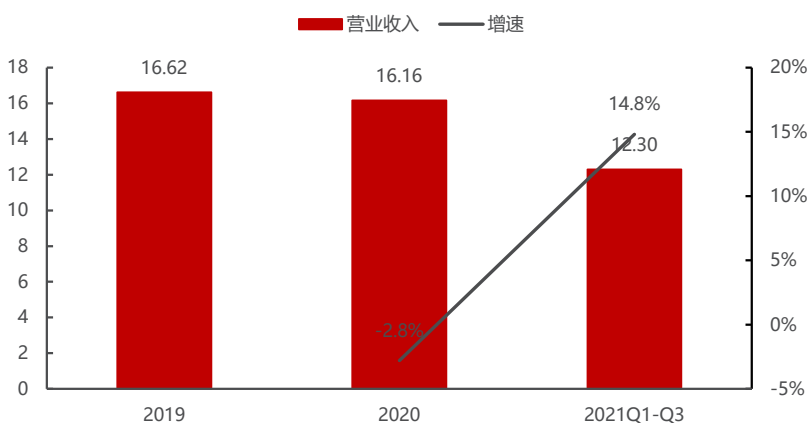
资料来源：薇美姿招股书，民生证券研究院

3.2 财务分析：基础口腔护理为主，毛利率持续提升

3.2.1 营收端：基础口腔护理产品为主，线上收入高增

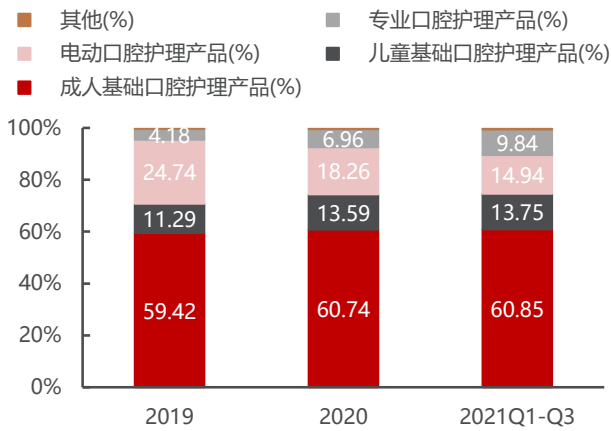
基础口腔护理产品为主，专业口腔护理产品高增。2019-2021Q1-Q3 公司营收 16.62/16.16/12.30 亿元。2021Q1-Q3 成人基础口腔护理产品/儿童基础口腔护理产品/电动口腔护理产品/专业口腔护理产品收入占比 61%/14%/15%/10%，2020-2021Q1-Q3 专业口腔护理产品同增 62%/58%，成人及儿童基础口腔护理产品维持增长态势。

图45：薇美姿营业收入（亿元）及增速



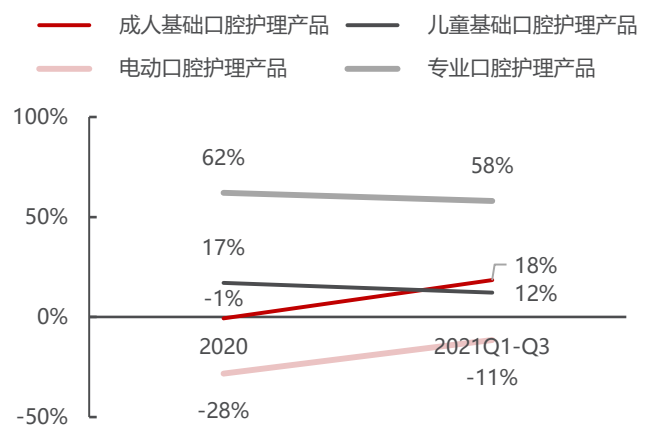
资料来源：薇美姿招股书，民生证券研究院

图46: 薇美姿分产品收入占比 (%)



资料来源: 薇美姿招股书, 民生证券研究院

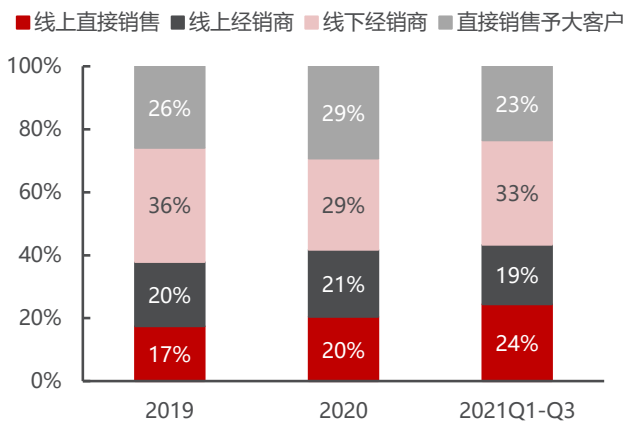
图47: 薇美姿分产品收入增速



资料来源: 薇美姿招股书, 民生证券研究院

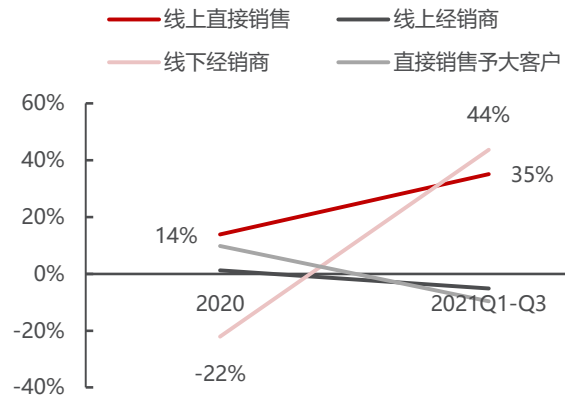
线上销售占比持续提升。2021Q1-Q3 线上直接销售/线上经销商/线下经销商/大客户收入占比分别为 24%/19%/33%/23%。2020 及 2021Q1-Q3 公司线上直接销售持续增长, 增速提升, 2021Q1-Q3 线下经销商收入同增 44%, 增速较高。

图48: 薇美姿分渠道收入占比



资料来源: 薇美姿招股书, 民生证券研究院

图49: 薇美姿分渠道收入增速

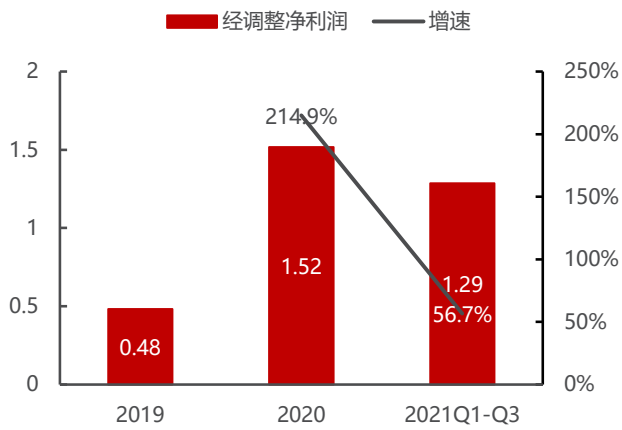


资料来源: 薇美姿招股书, 民生证券研究院

3.2.2 利润端: 提价+销售结构优化, 毛利率持续提升

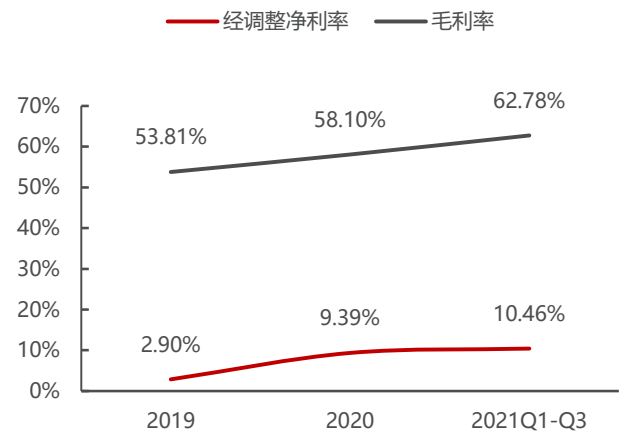
2019-2021 前三季度, 公司实现调整净利润 0.48/1.52/1.29 亿元, 2020 及 2021 前三季度分别同增 214.9%/56.7%。毛利率方面, 2019-2021 前三季度毛利率持续增长, 主要系单品提价及高毛利儿童产品占比提升所致。受益于毛利率持续增长, 公司调整后净利率持续提升。

图50: 薇美姿经调整净利润(亿元)及增速



资料来源: 薇美姿招股书, 民生证券研究院

图51: 薇美姿经调整净利率及毛利率



资料来源: 薇美姿招股书, 民生证券研究院

5 风险提示

1) 行业竞争加剧的风险。在国际品牌、国内品牌纷纷加大投入的情况下，口腔护理市场竞争日益激烈。若本土企业无法把握行业发展趋势，不能持续迎合消费者，可能会面临被抢占市占率的风险。

2) 渠道拓展不及预期。口腔护理行业较为依赖渠道销售，若无法在激烈的竞争中持续进行渠道拓展，以及无法把握新的渠道发展方向，可能会面临失去竞争力的风险。

插图目录

图 1: 中国口腔护理行业规模及增速.....	3
图 2: 2021 年中国口腔护理行业分品类占比.....	3
图 3: 美中日口腔护理行业规模对比 (百万美元)	3
图 4: 美中日及全球口腔护理行业规模增速对比.....	3
图 5: 中国口腔患者人数.....	4
图 6: 2020 年各国人均口腔消费支出对比.....	4
图 7: 2022 年我国口腔护理行业分公司市占率情况	5
图 8: 2022 年我国口腔护理行业分品牌市占率情况	5
图 9: 我国口腔护理行业分公司市占率变化情况.....	5
图 10: 我国口腔护理行业分品牌市占率变化情况	5
图 11: 2022 年美国口腔护理行业分公司市占率	6
图 12: 2022 年日本口腔护理行业分公司市占率.....	6
图 13: 2021 年我国牙膏线下市场份额 (按销售额)	6
图 14: 2021 年我国牙膏线下市场份额 (按销售量)	6
图 15: 中国线下牙刷销售份额.....	7
图 16: 我国牙膏线下产品功效结构占比及变化.....	7
图 17: 抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比情况	7
图 18: 抗敏感细分领域线下市场销售份额.....	8
图 19: 2016 年中国口腔护理市场零售渠道占比.....	8
图 20: 2020 年中国口腔护理市场零售渠道占比.....	8
图 21: 2020 年牙膏线上销售市占率.....	9
图 22: 2020 年线上及整体品牌市占率对比	9
图 23: 登康口腔发展历程.....	10
图 24: 登康口腔产品矩阵.....	11
图 25: 登康口腔股权结构图.....	12
图 26: 登康口腔营收及营收增速.....	12
图 27: 登康口腔归母净利润及增速	12
图 28: 登康口腔毛利率	13
图 29: 登康口腔分产品收入增速.....	13
图 30: 登康口腔营收分产品占比.....	13
图 31: 登康口腔分产品毛利率.....	14
图 32: 分渠道收入增速.....	14
图 33: 营收分渠道占比.....	14
图 34: 分渠道毛利率.....	15
图 35: 存货周转率和应收账款周转率	15
图 36: 登康口腔抗敏感 3.0 技术矩阵.....	16
图 37: 登康口腔研发费用 (百万元) 及研发费用率	16
图 38: 登康口腔电动牙刷收入及增速	17
图 39: 登康口腔医疗与美容护理等产品收入及增速	17
图 40: 天猫平台口腔护理细分品类消费规模趋势	17
图 41: 口腔护理行业趋势	17
图 42: 薇美姿发展历程	18
图 43: 薇美姿业务模式	18
图 44: 登康口腔股权结构图	19
图 45: 薇美姿营业收入 (亿元) 及增速	19
图 46: 薇美姿分产品收入占比 (%)	20
图 47: 薇美姿分产品收入增速.....	20
图 48: 薇美姿分渠道收入占比.....	20
图 49: 薇美姿分渠道收入增速.....	20
图 50: 薇美姿经调整净利润 (亿元) 及增速.....	21
图 51: 薇美姿经调整净利率及毛利率	21
图 52: 云南白药品牌产品矩阵.....	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026