

C 登康(001328)

报告日期: 2023 年 04 月 17 日

聚焦口腔大健康品类延展，抗敏龙头前景可期

——登康口腔深度报告

投资要点

□ 公司为抗敏牙膏绝对龙头，向口腔大健康全产业链稳步迈进

登康口腔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。旗下拥有“登康”、“冷酸灵”、“医研”、“贝乐乐”、“萌芽”等知名品牌，产品涵盖牙膏、牙刷等，并大力开发电动牙刷、口腔抑菌膏、护理液、牙齿脱敏剂等新兴口腔护理产品，同时拟向口腔大健康全产业链外延发展。公司核心品牌“冷酸灵”为我国抗敏感牙膏市场绝对龙头，在抗敏感牙膏细分领域拥有 60% 左右市场份额，其他自主品牌份额在行业内也均处于头部梯队。业绩端看，2019-2022 年，公司营收由 9.44 亿元增长至 13.13 亿元，CAGR 达 11.64%；归母净利润由 0.63 亿元增长至 1.35 亿元，CAGR 达 28.69%。公司营业收入稳步增长，且利润端受高毛利率产品销售占比提升驱动表现更优。

□ 口腔护理行业潜力深厚，国产品牌崛起正当时

2016-2020 年我国口腔护理行业规模由 496 亿元增长至 884 亿元，CAGR 达 15.54%，且预计至 2025 年行业规模有望扩容至 1522 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计为 11.48%。我国口腔护理行业空间广阔，并且伴随我国牙科患者人数持续增长，人均口腔消费支出较发达市场差距收窄，我国口腔护理行业后续有望延续较快成长节奏。行业趋势上看，儿童产品伴随渗透率提升规模有望持续扩容。电动牙刷产品后续有望高速增长，预计至 2025 年我国电动牙刷行业规模有望增长至 466 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计为 20.29%，定价大众及中端产品增速或领先。同时我国口腔护理产品向专业化及功能化升级，及品类日趋多元化，为行业带来较多增长机会。格局方面集中度相对较高，外资品牌受产品升级节奏慢及多元品类布局方面劣势份额下滑，国产品牌份额持续提升。

□ 抗敏感技术绝对领先，产品向高端化及品类多元化发展

公司积极布局抗敏感 3.0 技术矩阵，并打造了以抗牙齿敏感技术为核心的“1+X”核心技术壁垒，技术驱动冷酸灵在我国抗敏感牙膏领域份额绝对领先。我国抗敏感牙膏销售额增速快于牙膏行业整体增速，预计后续随抗敏感牙膏行业规模扩容，公司优势业务抗敏牙膏预计对公司收入贡献度持续提升。同时公司紧抓行业产品高端化及功能化趋势，持续推动自身产品升级，带动产品销售均价提升。并且积极布局电动牙刷、漱口水、牙线棒、脱敏剂等高增品类，顺应行业品类多元化趋势，后续有望成为公司业务增长重点补充。

□ 线下渠道壁垒深厚，线上多平台协同并举

线下渠道方面，公司经销商稳定性高且盈利性强，公司持续贡献收入的经销商数量稳定在 344 家，对公司整体营收的贡献比例长期在 60% 以上，且经销商毛利率水平稳定在 40% 以上。公司通过自身直供模式及 2000 余个区/县的分销商，实现了对数十万家零售终端的有效覆盖。同时公司渠道充分下沉，以独特的县域开发模式打造了公司在三四线城市等下沉市场的渠道壁垒。线上渠道平台结构日益均衡，由聚焦天猫平台向天猫、抖音、京东、快手等全平台布局，截至 2022H1 公司抖音/天猫旗舰店/天猫超市/电商经销商/京东自营收入占比分别为 33.21%/24.78%/14.44%/13.11%/9.41%。当前口腔护理产品在抖音及快手等品台销售增长迅猛，我们看好公司通过布局抖音、快手等增长势能强劲品牌带动公司电商渠道收入持续高增，成为公司收入增长的重要驱动力。

□ 品牌形象深入人心，新签代言人及数字化营销抢占年轻消费者心智

公司冷酸灵品牌是行业率先荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定的品牌之一，其广告语“冷热酸甜、想吃就吃”已深入人心。同时为迎合年轻一代消费者对口腔护理产品颜值、IP、明星代言等方面需求，公司以“国潮”为基推动品牌焕新升级。通过签约代言人吴磊、与火锅和国博等跨界整合营销、推出猫爪刷爆款产品、及与 B 站整合营销等方式推动公司产品在年轻消费人群认知度提

投资评级：增持(首次)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

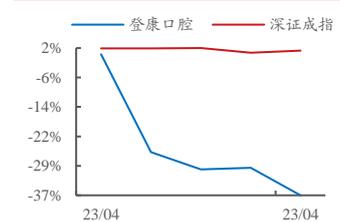
分析师：傅嘉成

执业证书号：S1230521090001
fujiacheng@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 33.45
总市值(百万元)	5,759.21
总股本(百万股)	172.17

股票走势图



相关报告

升。未来公司将加速向全域数字化营销转型，持续加大对微信、微博、抖音、小红书、B站、知乎平台数字化内容平台运营，并通过精准营销助力消费者对公司产品品牌认知进一步焕新提升，推动公司市场份额稳步增长。

□ 盈利预测与估值

公司为抗敏牙膏领域绝对龙头，后续通过产品持续高端化升级及多元化品类布局，渠道端进一步完善下沉市场布局并切入抖音等势能强劲线上平台，后续增长潜力充足。我们预计公司 2023-2025 年收入分别实现 15.09/17.36/19.85 亿元，同比增长 14.91%/ 15.06%/ 14.29%；归母净利润 1.59/ 1.86/ 2.18 亿元，同比增长 17.94%/ 17.10%/ 17.12%，对应当前市值公司 PE 分别为 36/ 31/ 26X，首次覆盖，给予“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧、新品研发不及预期、原材料成本大幅波动、销量及价格提升不及预期、募投项目进展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,313	1,509	1,736	1,985
(+/-) (%)	14.95%	14.91%	15.06%	14.29%
归母净利润	135	159	186	218
(+/-) (%)	13.25%	17.94%	17.10%	17.12%
每股收益(元)	0.78	0.92	1.08	1.26
P/E	42.78	36.28	30.98	26.45

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 抗敏牙膏绝对龙头，向口腔大健康全产业链稳步迈进	6
1.1 聚焦口腔护理赛道，旗下产品份额领先	6
1.2 背靠国资助力长远发展，员工持股绑定核心团队利益	8
2 口腔护理行业潜力深厚，国产品牌崛起正当时	10
2.1 我国口腔护理行业空间宽广，后续成长动能充足	10
2.2 儿童及电动产品渗透率提升，口腔护理产品向功能化及多元化发展	12
2.3 行业竞争格局相对稳固，国产品牌份额持续提升	13
3 产品力领先，渠道体系完善，后续成长动能十足	15
3.1 抗敏感技术绝对领先，产品向高端化及品类多元化发展	15
3.2 线下渠道壁垒深厚，线上多平台协同并举	19
3.2.1 经销商盈利强且合作稳定，下沉市场渠道壁垒深厚	20
3.2.2 线上渠道结构日益均衡，切入抖音平台后续增长势能强劲	21
3.3 品牌形象深入人心，新签代言人及数字化营销抢占年轻消费者心智	23
4 营收及盈利能力持续向好，经营质量优异	25
5 投资建议与估值	28
5.1 核心假设与分业务预测	28
5.2 估值分析及投资评级	30
6 风险提示	30

图表目录

图 1: 公司产品矩阵.....	6
图 2: 公司发展历程.....	8
图 3: 公司股权结构.....	8
图 4: 2016-2025E 我国口腔护理行业规模 (亿元)	10
图 5: 2020VS.2025 年我国口腔护理行业结构对比	10
图 6: 2016-2021 年我国牙科患者人数及同比增速 (亿人)	10
图 7: 2020 年我国人均口腔消费支出 VS.海外国家对比 (元)	10
图 8: 我国口腔清洁护理用品行业规模及同比增速 (亿元)	11
图 9: 我国口腔清洁护理行业产品结构 (2021 年)	11
图 10: 2016-2025E 我国口腔护理行业渠道结构变化趋势	11
图 11: 2019-2021 年我国牙膏行业渠道结构.....	12
图 12: 2019-2021 年我国牙刷行业渠道结构.....	12
图 13: 2016-2025E 我国儿童基础口腔护理行业规模 (亿元)	12
图 14: 我国人均口腔消费支出较发达国家仍有较大差距 (元)	12
图 15: 我国电动牙刷行业零售额 (亿元)	13
图 16: 我国电动牙刷产品渗透率变化.....	13
图 17: 消费者最关注的口腔护理功效.....	13
图 18: 2021 年我国口腔护理行业热销商品同比增速	13
图 19: 2021 年我国全部口腔护理行业集中度	14
图 20: 我国口腔护理行业 CR5 份额变化走势.....	14
图 21: 2021 年我国牙膏行业集中度 (产量端)	14
图 22: 2021 年我国牙膏行业线下竞争格局	14
图 23: 2019-2021 年我国牙刷行业 CR10 份额变化情况.....	15
图 24: 2019-2021 年我国线下牙刷竞争格局变化情况.....	15
图 25: 2019-2022H1 公司主营业务收入结构 (分业务)	16
图 26: 2019-2022H1 公司主营业务收入结构 (分产品)	16
图 27: 公司抗敏感 3.0 技术矩阵.....	17
图 28: 2019-2022H1 公司研发费用及研发费用率 (万元)	17
图 29: 公司研发费用率与可比公司对比.....	17
图 30: 2019-2021 我国抗敏感牙膏线下市场份额.....	18
图 31: 抗敏感牙膏增速 VS.牙膏行业整体增速.....	18
图 32: 2017-2021 年我国抗敏感牙膏销售额及份额占比变化 (亿元)	18
图 33: 公司产品与其他品牌产品销售价格对比.....	19
图 34: 公司渠道模式一览.....	20
图 35: 2019-2022H1 公司前五大经销商客户毛利率变动情况	21
图 36: 2019-2022H1 公司经销商数量分区域分布	21
图 37: 2019-2022H1 电商各平台销售金额变动情况 (万元)	22
图 38: 2019-2022H1 电商渠道平台结构变动.....	22
图 39: 2021-2022H1 抖音及快手平台口腔护理产品月销售规模及同比增速 (亿元)	22
图 40: 2019-2022H1 各平台推广费用及推广费率 (万元)	23
图 41: 2019-2022H1 天猫/抖音/快手平台人均消费 (元)	23
图 42: 2022H1 线上各平台客单值结构情况	23

图 43: 2019-2022H1 天猫/抖音/快手平台人均购买次数 (次)	23
图 44: 年轻消费者关注高颜值口腔护理产品	24
图 45: 颜色、联名 IP、及明星代言是三大关注要素	24
图 46: 公司广告语“冷热酸甜, 想吃就吃”深入人心	24
图 47: 公司积极推动冷酸灵品牌年轻化	25
图 48: 2019-2022 年公司营业收入及同比增速 (亿元)	25
图 49: 2019-2022 年公司归母净利润及同比增速 (亿元)	25
图 50: 2019-2022 年公司销售毛利率与同行业公司对比	26
图 51: 2019-2022 年公司期间费用率与同行业公司对比	26
图 52: 2019-2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率变化	26
图 53: 2019-2022 年公司销售净利率与同行业公司对比	26
图 54: 2019-2022 年公司经营现金流净额及收现比 (百万元)	27
图 55: 2019-2022 年公司加权平均 ROE 与同行业公司对比	27
图 56: 2019-2022 年公司存货周转率与同行业公司对比	27
图 57: 2019-2022 年公司应收账款周转率与同行业公司对比	27
表 1: 公司财务数据一览	7
表 2: 公司高级管理层简介	9
表 3: 公司募集资金使用规划 (万元)	9
表 4: 公司主营业务收入拆分 (分产品)	16
表 5: 公司主营业务收入拆分 (分渠道)	20
表 6: 公司经销商数量变动情况	21
表 7: 公司收入驱动因素拆分 (分产品)	29
表 8: 可比公司估值 (数据截至 2023 年 4 月 17 日)	30
表附录: 三大报表预测值	31

1 抗敏牙膏绝对龙头，向口腔大健康全产业链稳步迈进

1.1 聚焦口腔护理赛道，旗下产品份额领先

登康口腔为具有影响力的专业口腔护理企业。公司成立于 2001 年，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。公司旗下拥有口腔护理知名品牌“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”，主要产品涵盖牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品，并大力开发电动牙刷、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1：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司品牌份额行业领先，营收及利润规模稳步增长。公司核心品牌“冷酸灵”为我国抗敏感牙膏市场绝对龙头，在线下抗敏感牙膏细分领域拥有 60%左右市场份额。根据尼尔森 2021 年线下零售统计数据，冷酸灵牙膏市场零售额份额位居行业第四、本土品牌第二；冷酸灵牙刷市场零售额份额位居行业第五、本土品牌第三；“贝乐乐”儿童牙刷、儿童牙膏零售额份额分列儿童品类行业第三、第五。自主品牌份额在行业内均处于头部梯队。从业绩表现来看，2019-2022 年，公司营收由 9.44 亿元增长至 13.13 亿元，CAGR 达 11.64%；归母净利润由 0.63 亿元增长至 1.35 亿元，CAGR 达 28.69%。公司营业收入稳步增长，且利润端受高毛利率产品销售占比提升驱动表现更优。

表1: 公司财务数据一览

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022
营业收入	943.91	1029.59	1142.52	1313.33
YOY		9.1%	11.0%	14.9%
归母净利润	63.16	95.24	118.86	134.61
YOY		50.8%	24.8%	13.3%
扣非归母净利润	38.51	73.71	96.89	104.71
YOY		91.4%	31.5%	8.1%
毛利率	42.26%	41.71%	42.10%	40.50%
期间费用率	36.30%	32.04%	31.03%	30.46%
销售费用率	29.24%	25.80%	24.45%	24.01%
管理费用率	4.05%	3.92%	4.23%	4.13%
研发费用率	3.21%	3.08%	3.11%	3.06%
财务费用率	-0.20%	-0.75%	-0.77%	-0.74%
归母净利率	6.69%	9.25%	10.40%	10.25%
存货周转天数		83.25	82.63	83.49
较上年同期增减		83.25	-0.61	0.85
应收款周转天数	7.78	7.69	8.09	9.38
较上年同期增减		-0.09	0.40	1.29
应付账款周转天数	58.15	56.54	62.41	71.32
较上年同期增减		-1.61	5.86	8.92
预收账款(合同负债)	138.29	48.15	23.10	47.34
较上年同期增减		-90.14	-25.05	24.24
经营性现金流净额	56.62	134.67	72.88	83.51
较上年同期增减		137.8%	-45.9%	14.6%
资本开支	4.78	4.47	23.60	55.53
较上年同期增减		-0.31	19.13	31.93
ROE	14.68%	18.76%	23.36%	24.82%
YOY(±)		4.09%	4.60%	1.46%
资产周转率	1.10	1.12	1.18	1.33
资产负债率	49.92%	47.75%	47.21%	46.73%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

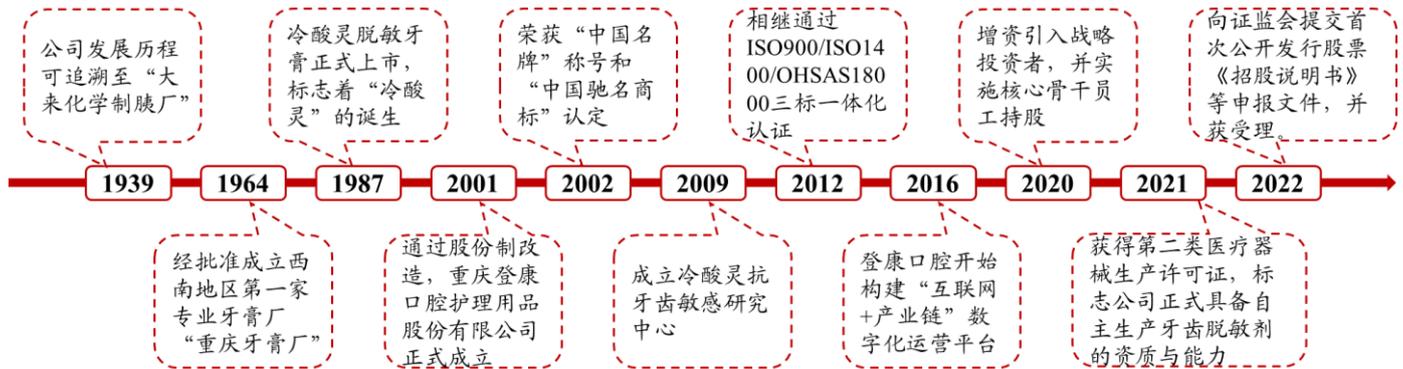
公司逐步迈入开拓口腔大健康全产业链市场的新阶段。复盘公司发展历程, 我们认为可以分为以下两个阶段:

(1) 聚焦“冷酸灵”品牌建设。自1987年冷酸灵脱敏牙膏上市以来, 历经15年行业深耕, 荣获“中国名牌”称号及“中国驰名商标”认定。“冷酸灵”逐步成长为中国抗敏感牙膏市场的领导品牌, 品牌广告语“冷热酸甜、想吃就吃”深入人心, 在口腔护理领域品牌影响力已初步形成。

(2) 迈入开拓口腔大健康全产业链市场新阶段。随着我国消费升级趋势逐步显现, 公司坚持以科技创新引领持续推动自身在产品研发、数字化等方面的转型升级, 逐步开拓口腔大健康全产业链市场。未来, 公司将沿着“口腔大健康”主线, 积极发展包括口腔护理、口腔医疗、口腔美容、口腔资本管理在内的四大业务板块, 持续提升公司在口腔健康与美丽领域的综合服务能力。具体来看, 在口腔护理领域, 公司围绕牙膏、牙刷、漱口水、牙线等口腔清洁用品的主要赛道, 通过技术创新、产品创新和营销创新, 不断提高核心品类品牌的市场占有率。同时重点布局电动牙刷、冲牙器等一系列电动口腔护理品类, 打造第二成长曲线。在口腔医疗、口腔美容、口腔资本管理领域, 公司将着眼全球布局口腔医疗

器械、口腔健康远程咨询、口腔疾病远程诊断、口腔正畸、口腔整形等产业，通过股权合作、投资并购、优秀人才引进等方式，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。

图2: 公司发展历程

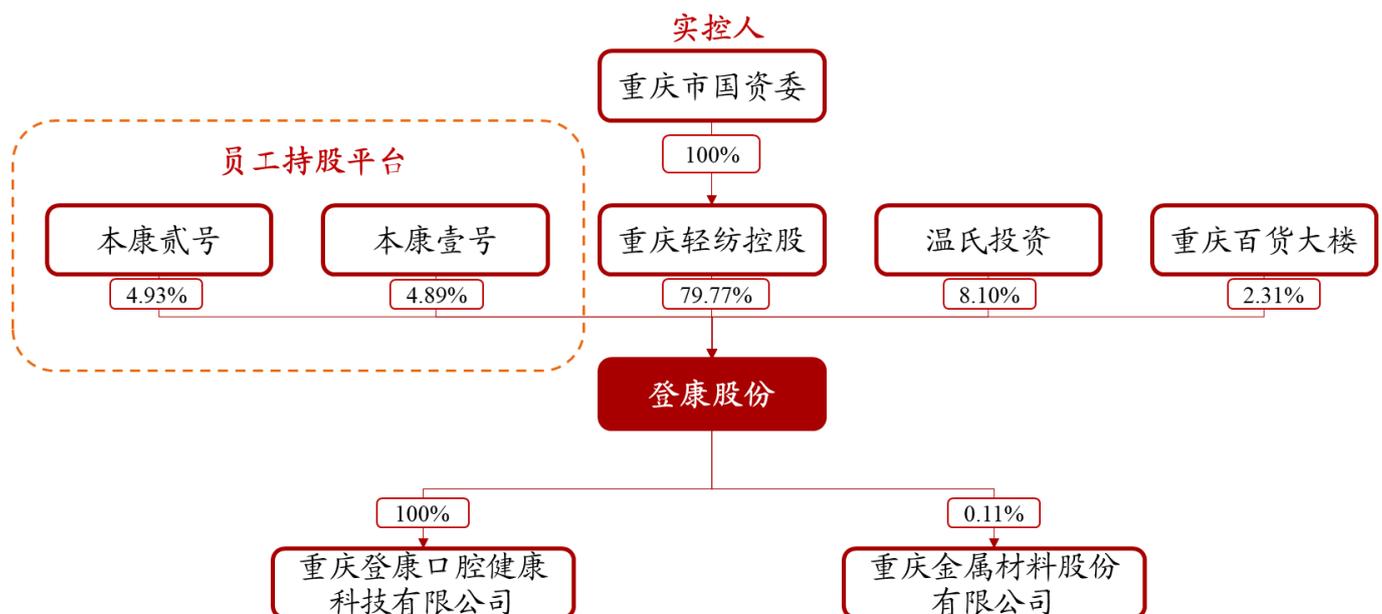


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 背靠国资助力长远发展，员工持股绑定核心团队利益

公司股权结构集中，员工持股绑定核心团队利益。公司控股股东为重庆轻纺集团，持有公司 79.77% 的股权，本次发行完成后预计轻纺集团仍持有公司 59.83% 的股权。重庆国资委通过全资控股重庆轻纺集团为公司实际控制人。公司股权结构集中且控股股东及实控人为国资背景，利于公司长远发展。本康壹号及本康贰号为公司员工持股平台，其执行事务合伙人本康管理，本康管理通过本康壹号和本康贰号合计间接控制公司 9.82% 的股权。公司通过员工持股平台绑定核心团队利益，充分激发员工积极性及团队活力。

图3: 公司股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

注: 数据截至招股书签署日

核心管理层均在公司任职多年，对公司文化及战略高度认同。公司多数高管成员均在公司任职约 20 年，经验丰富。并且多数高管均为从公司基层职位内部晋升，对公司战略及

文化理念高度认同，利于公司后续战略有效落地及业务端的稳步推进。在人才培养和管理方面，公司坚持“人才强企”，后续将积极引进及储备战略需要的智能口腔、口腔医疗器械、口腔美容等领域高端人才，完善考评及激励机制，为公司战略目标提供人才保障。

表2: 公司高级管理层简介

姓名	职务	任职期限	背景简介
邓嵘	董事长	2022/3/16 -2025/3/15	1984年始历任重庆牙膏厂制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长、党委委员、登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席、总经理、登康口腔党委书记、董事长、总经理。2016.12至今，任登康口腔党委书记、董事长
赵丰硕	董事、总经理	2022/3/16 -2025/3/15	1996年始历任重庆牙膏厂销售科销售员、登康口腔营销部副经理、经理、副部长、总经理助理兼营销部部长、党委委员、副总经理、董事、总经理；2018.09至今，任登康口腔党委副书记、董事、总经理
王青杰	董事、财务总监	2022/3/16 -2025/3/15	2002年始历任登康口腔财务部科员、财务部主办科员、财务部会计科副科长、董事会秘书、财务部副部长、财务部部长、财务总监、董事；2021.11至今，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	2022/3/16 -2025/3/15	1998年始历任重庆牙膏厂销售科销售员、登康口腔营销部销售员、市场科副科长、市场科科长、营销部副部长、销售部部长、总经理助理、党委委员、副总经理、董事；2020.02至今，任登康口腔党委委员、副总经理。
杨祥思	董事会秘书	2022/3/16 -2025/3/15	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、企管文秘书室主任、院办副主任、综合管理部部长等职务。2009.06加入登康口腔，历任主任科员、总经理办公室主任助理、企业管理部副部长、企业管理部部长、投资规划部/董事会办公室部长；2018.11至今，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。

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

募投项目帮助公司扬长补短。公司拟首次公开发行 A 股不超过 4304.35 万股，募集资金用于智能制造升级建设项目、口腔健康研究中心建设项目、全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目，进一步夯实巩固公司在产品研发、生产制造、渠道网络方面的优势。同时也将通过数字化管理平台建设项目助力公司数字化转型，进一步提升公司整体运营效率及管理水平，助力公司高质量发展。

表3: 公司募集资金使用规划（万元）

投资项目	投资预算	募集资金拟投入额
智能制造升级建设项目	22390.76	22000.00
全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目	37658.8	37000.00
口腔健康研究中心建设项目	3638.66	3500.00
数字化管理平台建设项目	3631.3	3500.00
合计	67319.52	66000.00

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

2 口腔护理行业潜力深厚，国产品牌崛起正当时

2.1 我国口腔护理行业空间宽广，后续成长动能充足

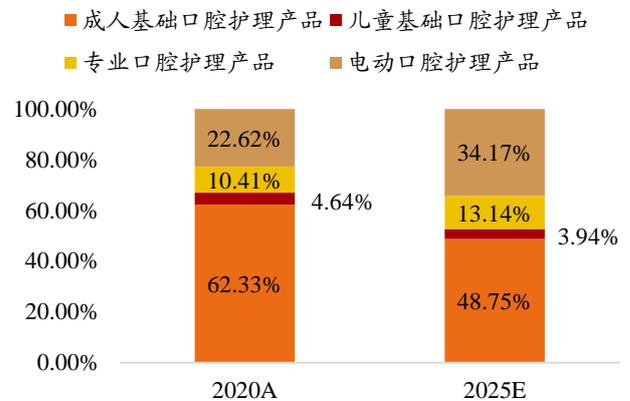
我国口腔护理行业规模广阔，成人基础口腔护理产品占据主导。根据薇美姿招股书中披露数据，2016-2020 年我国口腔护理行业规模由 496 亿元增长至 884 亿元，CAGR 达 15.54%，且预计至 2025 年行业规模有望扩容至 1522 亿元，2020-2025 年 CAGR 预计为 11.48%。我国口腔护理行业空间广阔，且后续有望延续较快成长节奏。从行业产品结构来看，当前成人基础口腔护理用品占据行业主流，2020 年占比为 62.33%，但受其他口腔护理品类的快速发展，占比在持续下降，预计至 2025 年成人基础口腔护理产品/儿童基础口腔护理产品/专业口腔护理产品/电动口腔护理产品的占比分别为 48.75%/3.94%/13.14%/34.17%。

图4：2016-2025E 我国口腔护理行业规模（亿元）



资料来源：薇美姿招股说明书，浙商证券研究所

图5：2020VS.2025 年我国口腔护理行业结构对比



资料来源：薇美姿招股说明书，浙商证券研究所

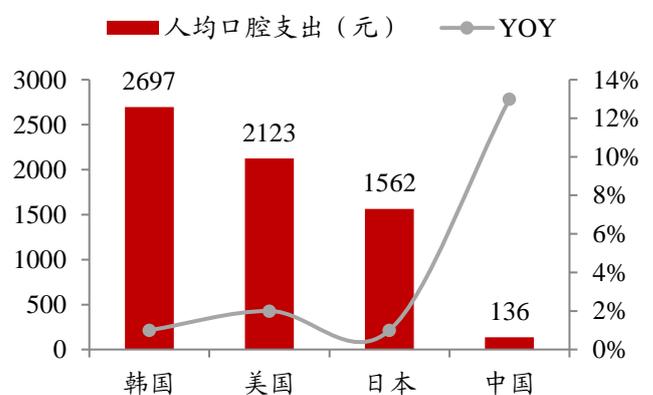
牙科患者人数持续增长，且人均口腔消费支出较发达市场差距较大，驱动我国口腔护理行业规模持续扩容。根据卫健委数据，2016-2021 年我国牙科患者人数由 6.90 亿人增长至 7.07 亿人，而口腔护理作为预防口腔疾病、避免细菌感染的方式，带动行业需求持续增长也推动我国口腔护理行业快速发展。同时从人均口腔支出角度看，2020 年我国人均口腔支出仅为 136 元，对比韩国、美国、日本的人均口腔支出差距十分明显，未来仍有较大提升空间。2020 年我国人均口腔支出同比增速达 13%，快于韩国、美国、日本提升速度。

图6：2016-2021 年我国牙科患者人数及同比增速（亿人）



资料来源：卫健委，华经产业研究院，浙商证券研究所

图7：2020 年我国人均口腔消费支出 VS. 海外国家对比（元）



资料来源：《2022 抖音口腔护理行业爆款解码报告》，浙商证券研究所

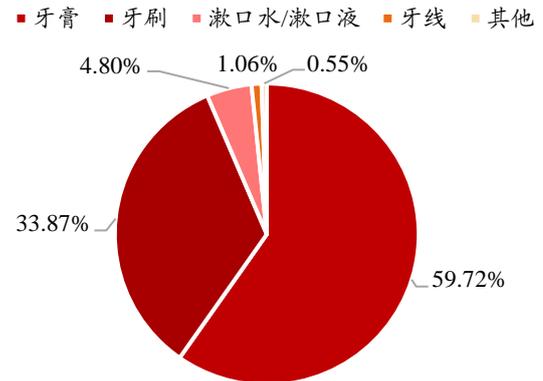
细分来看我国口腔清洁护理行业规模稳健增长，牙膏和牙刷为主要品类。口腔清洁护理行业是我国口腔护理行业的重要细分领域。根据公司招股书中披露数据，2021年我国口腔清洁护理行业规模达521.73亿元，2017-2021年CAGR达7.65%，行业规模稳健扩容。具体分产品来看，牙膏和牙刷为我国口腔清洁护理行业最主要两大品类。根据公司招股说明书披露数据，2021年牙膏/牙刷/漱口水及漱口液/牙线/其他品类占比分别为59.72%/33.87%/4.80%/1.06%/0.55%。

图8：我国口腔清洁护理用品行业规模及同比增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

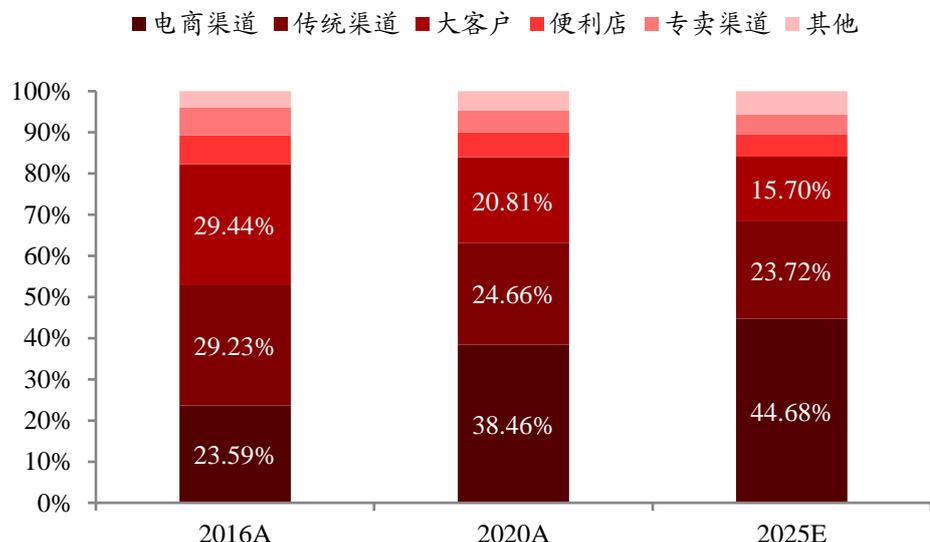
图9：我国口腔清洁护理行业产品结构（2021年）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

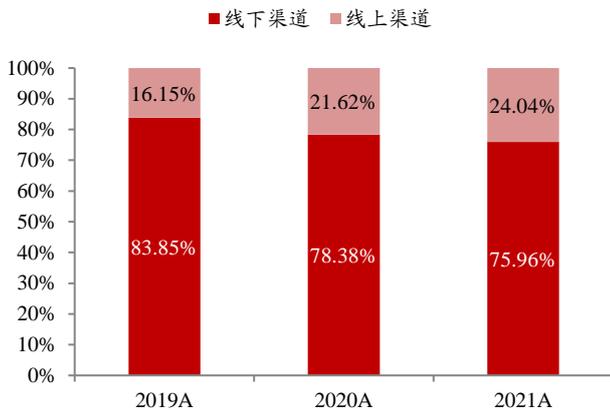
我国口腔护理行业渠道仍以线下为主，但线上渠道占比快速提升。当前我国口腔护理行业主要消费场景仍然集中在线下渠道。根据薇美姿招股书披露数据，2020年我国口腔护理行业线下渠道占比61.54%，其中传统渠道及大客户渠道占比分别为24.66%/20.81%。然而随着互联网经济的快速发展，行业线上化率或将进一步提高。预计至2025年，电商渠道占比有望达到44.68%，传统渠道及大客户渠道占比预计降至23.72%/15.70%。分品类看，2019-2021年牙膏行业线上渠道占比快速提高，由16.15%增至24.04%，线下渠道占比则由83.85%降至75.96%。牙刷行业受线上渠道影响相对较小，线上渠道占比增至较慢，2019-2021年牙刷行业线上渠道占比由11.80%增至17.00%，线下渠道占比由88.20%降至83.00%。

图10：2016-2025E我国口腔护理行业渠道结构变化趋势



资料来源：薇美姿招股说明书、浙商证券研究所

图11: 2019-2021年我国牙膏行业渠道结构



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图12: 2019-2021年我国牙刷行业渠道结构



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

2.2 儿童及电动产品渗透率提升, 口腔护理产品向功能化及多元化发展

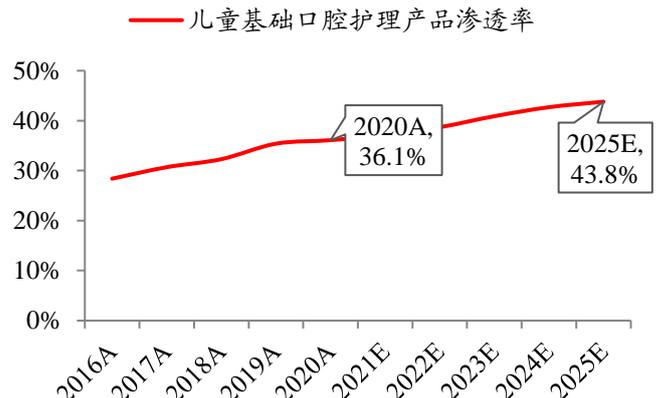
儿童口腔护理产品渗透率稳步提升, 推动行业规模扩容。根据第四次全国口腔健康流行病学调查结果, 我国12岁儿童恒牙龋患率为34.5%, 5岁儿童乳牙龋患率为70.9%, 因此消费者对儿童口腔护理的重视程度在不断提升。相关厂家也开始逐步关注不同年龄儿童的口腔护理需求, 实现专龄专用, 关注儿童口腔护理全周期, 带动儿童基础口腔护理产品渗透率稳步提升, 至2020年儿童口腔护理产品渗透率达到36.1%, 根据弗若斯特沙利文预测, 预计至2025年渗透率有望提升至43.8%。根据薇美姿招股说明书, 2016-2020年我国儿童基础口腔护理行业规模由29亿元扩张至48亿元, CAGR为13.43%, 且预计至2025年规模有望增长至80亿元, 2020-2025年CAGR为10.76%。

图13: 2016-2025E我国儿童基础口腔护理行业规模(亿元)



资料来源: 薇美姿招股说明书, 浙商证券研究所

图14: 我国人均口腔消费支出较发达国家仍有较大差距(元)

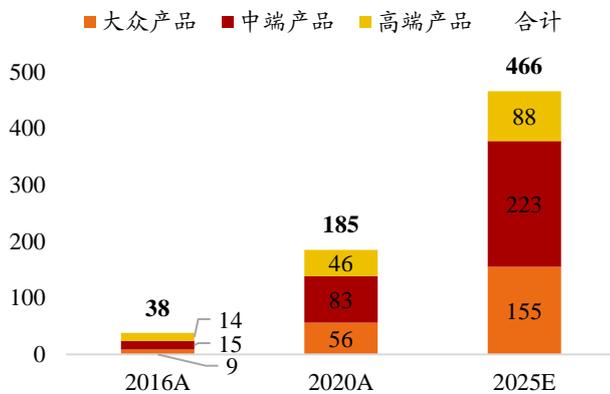


资料来源: 薇美姿招股说明书, 浙商证券研究所

我国电动牙刷市场快速增长, 预计后续大众及中端产品增速领先。2016-2020年我国电动牙刷行业零售额由38亿元大幅增长至185亿元, CAGR高达48.54%, 并且根据中国家用电器协会及弗若斯特沙利文预测, 预计至2025年我国电动牙刷行业零售额有望增长至466亿元, 2020-2025年CAGR预计为20.29%, 仍然处于快速发展阶段。电动牙刷市场可粗略根据定价分为高端(价格带600元以上)、中端(价格带250-600元)及大众(价格带250元以下)市场。从结构上看, 中端市场占据主导, 2020年占比约为44.86%, 低端及高端产品占比分别为30.27%/24.86%。从增速端看, 中端及大众市场增速领先。2016-2020年大众

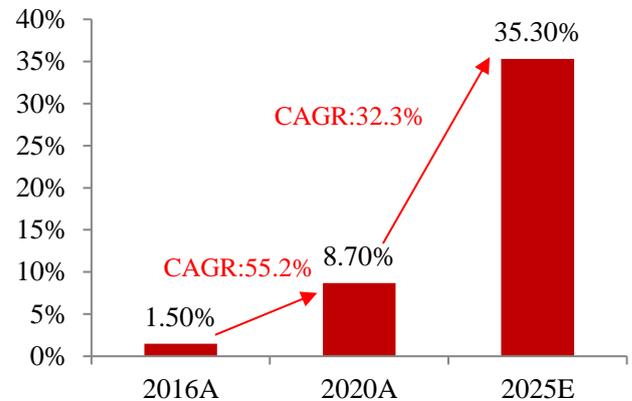
/中端/高端市场 CAGR 为 57.9%/ 53.4%/ 34.6%，且预计 2020-2025 年 CAGR 分别为 22.6%/ 21.9%/ 13.9%。

图15：我国电动牙刷行业零售额（亿元）



资料来源：薇美姿招股说明书，浙商证券研究所

图16：我国电动牙刷产品渗透率变化



资料来源：薇美姿招股说明书，浙商证券研究所

我国口腔护理产品向功能化趋势持续升级。随着消费者对口腔护理意识的增强，对口腔护理产品的需求也更加细化。例如年轻女性消费者更关注牙齿美白及清新口气，儿童则需要柔软的牙刷材料及更具吸引力的牙膏口味，部分消费者对牙齿脱敏、舌苔清洁等特殊需求也关注度较高。因此口腔护理产品向功能化及专业化持续升级逐渐成为行业主要发展趋势之一。

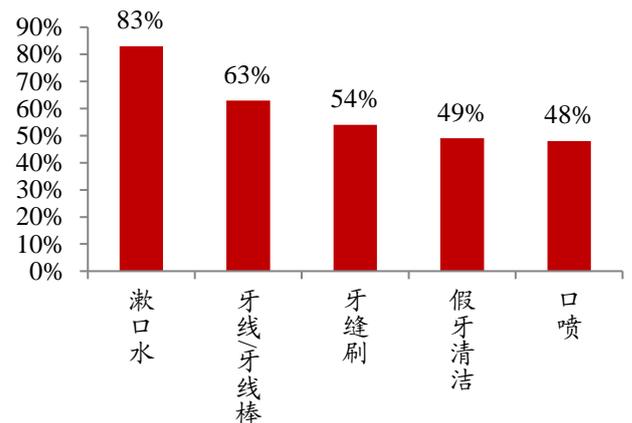
口腔护理品类也日趋多元化。随着消费者对口腔护理需求的不断丰富，精细化的口腔护理产品，例如漱口水、牙线/牙线棒、牙缝刷等品类快速崛起。根据观研天下数据，2021 年我国漱口水/牙线/牙线棒/牙缝刷/假牙清洁/口喷等产品销售额同比增速分别为 83%/ 63%/ 54%/ 49%/ 48%，均呈快速增长趋势。

图17：消费者最关注的口腔护理功效



资料来源：《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，浙商证券研究所

图18：2021 年我国口腔护理行业热销商品同比增速



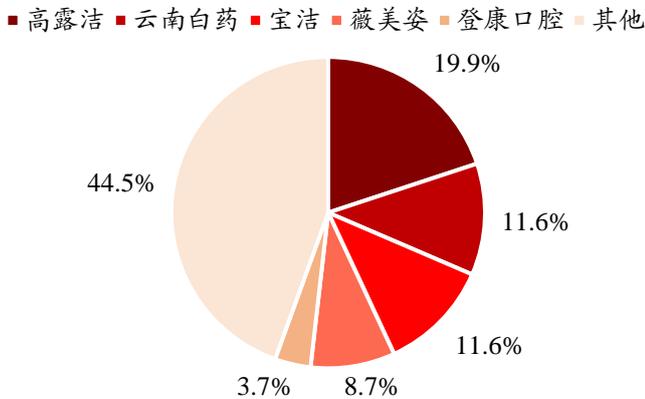
资料来源：观研天下，浙商证券研究所

2.3 行业竞争格局相对稳固，国产品牌份额持续提升

我国口腔护理行业格局相对集中，外资品牌份额下滑。根据 Euromonitor 数据，2012-2021 年我国口腔护理行业 CR5 份额长期在 50% 以上。2021 年我国口腔护理行业 CR5 分别为高露洁 (19.9%)、云南白药 (11.6%)、宝洁 (11.6%)、薇美姿 (8.7%)、登康口腔 (3.7%)。从份额变化趋势来看，外资品牌份额持续下滑，布局功能性产品的国产品牌份

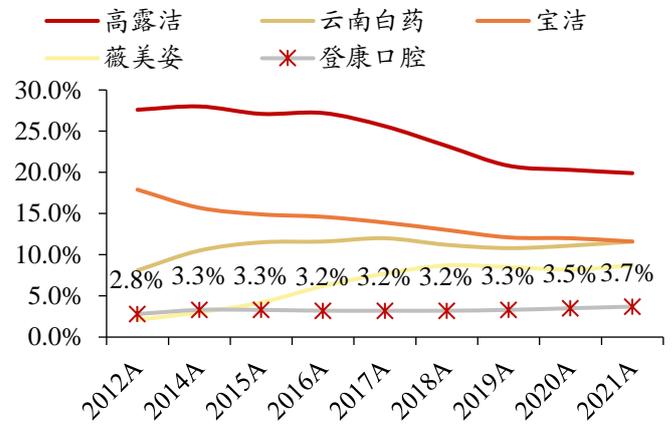
额逐步攀升。2012-2021 年高露洁和宝洁份额分别由 27.6%和 17.9%降至 19.9%和 11.6%，而主推止血牙膏的云南白药、美白牙膏的薇美姿、抗敏感牙膏的登康口腔份额分别由 8.1%/2.1%/2.8%提升至 11.6%/ 8.7%/ 3.7%。

图19: 2021 年我国全部口腔护理行业集中度



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

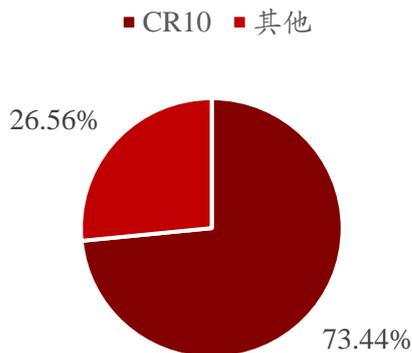
图20: 我国口腔护理行业 CR5 份额变化走势



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

牙膏行业集中度高，且主要由我国本土企业主导。从生产端看，根据中国口腔清洁护理用品工业协会公开数据，2021 年我国牙膏生产企业全年总产量超 67.17 万吨，CR10 生产总量为 49.33 万吨，份额约 73.44%，同时本土企业产量占比为 49.86%，占有近一半份额。从线下销售端看，我国牙膏行业 CR10 份额超 80%。其中线下销售额份额前 5 名分别为云南白药/好来化工/宝洁/登康口腔/高露洁，份额分别为 23.86%/ 20.10%/ 8.84%/ 6.83%/ 5.64%，本土企业占据 3 名席位；线下销售量份额前 5 名分别为好来化工/宝洁/云南白药/登康口腔/高露洁，份额分别为 22.20%/ 12.79%/ 12.58%/ 9.95%/ 7.60%。

图21: 2021 年我国牙膏行业集中度 (产量端)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

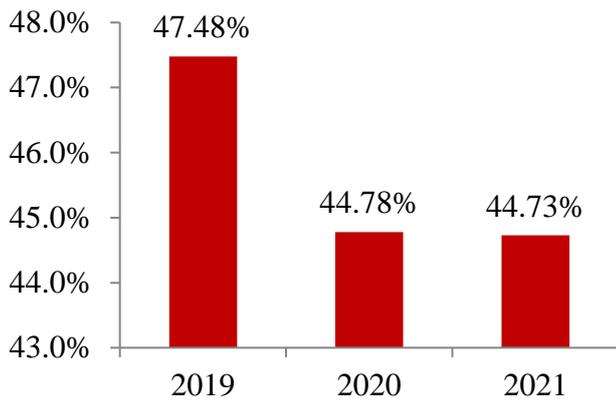
图22: 2021 年我国牙膏行业线下竞争格局

线下-销售额份额		线下-销售量份额	
云南白药	23.86%	好来化工	22.20%
好来化工	20.10%	宝洁	12.79%
宝洁	8.84%	云南白药	12.58%
登康口腔	6.83%	登康口腔	9.95%
高露洁	5.64%	高露洁	7.60%
薇美姿	4.88%	利华	7.55%
利华	4.06%	薇美姿	4.34%
葛兰素史	2.78%	纳爱斯	1.75%
纳美	2.29%	纳美	1.68%
纳爱斯	1.91%	云南三七	1.38%

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

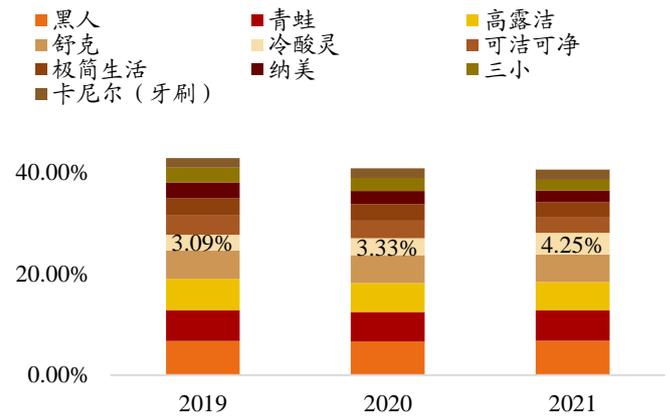
牙刷行业竞争格局相对稳固，行业竞争激烈。根据尼尔森零售研究数据，我国牙刷行业 CR10 市场份额在 40%以上，但受行业竞争激烈影响 CR10 份额有所下滑。2021 年我国牙刷行业 CR10 份额为 44.73%。具体来看，我国牙刷行业品牌件份额差距并不明显，且份额变动较大。2021 年排名前 5 的品牌分别为黑人/青蛙/高露洁/舒克/冷酸灵，份额分别为 6.78%/ 6.06%/ 5.55%/ 5.45%/ 4.25%。

图23： 2019-2021 年我国牙刷行业 CR10 份额变化情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图24： 2019-2021 年我国线下牙刷竞争格局变化情况



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

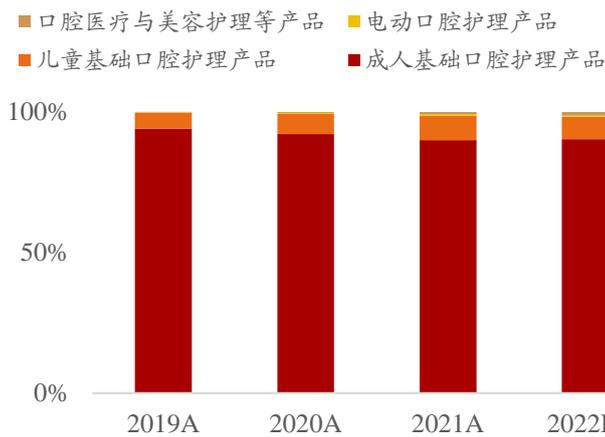
3 产品力领先，渠道体系完善，后续成长动能十足

3.1 抗敏感技术绝对领先，产品向高端化及品类多元化发展

公司深耕口腔护理产品，成人基础口腔护理产品占绝对主导，儿童口腔护理、电动牙刷、口腔医疗与美容护理等品类协同布局，逐步打造多元化口腔护理产品矩阵。

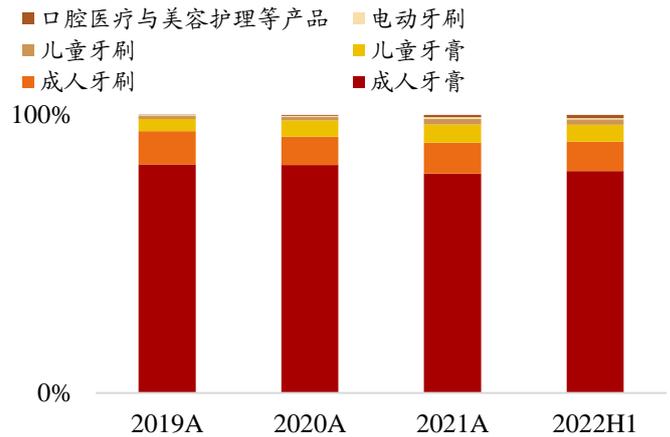
- （1）成人基础口腔护理产品主要包括成人牙膏及成人牙刷，19-21 年营收由 8.86 亿元增长至 10.26 亿元，CAGR 为 7.60%，占比则受其他口腔护理品类收入增长由 94.12% 下降至 90.00%，但仍然为收入主要贡献品类。其中，19-21 年成人牙膏收入由 7.73 亿元增至 9.00 亿元，CAGR 为 7.84%，占比由 82.14% 小幅降至 79.76%；19-21 年成人牙刷收入由 1.13 亿元增至 1.27 亿元，CAGR 为 5.96%，占比由 11.98% 下滑至 11.11%。
- （2）儿童基础口腔护理产品包括儿童牙膏及儿童牙刷，19-21 年收入由 0.53 亿元增长至 0.98 亿元，CAGR 达 36.12%，呈快速增长趋势，驱动占比由 5.64% 增长至 8.63%。其中，19-21 年儿童牙膏收入由 0.41 亿元增长至 0.75 亿元，CAGR 达 35.31%，占比由 4.32% 增至 6.54%；19-21 年儿童牙刷产品收入由 0.12 亿元提升至 0.24 亿元，CAGR 为 38.75%，占比由 1.32% 增至 2.09%。
- （3）电动口腔护理产品主要为电动牙刷，19-21 年收入由 203.19 万元增长至 666.33 万元，受基数较低影响 CAGR 高达 81.09%；目前占比仍不足 1%。口腔医疗与美容护理产品主要包括牙齿脱敏剂、正畸牙刷、牙线棒、口喷等产品，近年来收入呈爆发式增长。19-21 年口腔医疗与美容护理产品收入由 28.71 万元大幅增长至 891.19 万元，CAGR 高达 457.15%，占营收比例也由 0.03% 提升至 0.78%。截至 2022H1，公司口腔医疗与美容护理产品实现营收 738.61 万元，占整体营收比例达 1.21%。

图25: 2019-2022H1 公司主营业务收入结构(分业务)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图26: 2019-2022H1 公司主营业务收入结构(分产品)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

表4: 公司主营业务收入拆分(分产品)

单位: 万元	2019A	2020A	2021A	2022H1
成人基础口腔护理产品				
营业收入	88,624.59	94,704.22	102,615.83	55,107.31
毛利率	37.66%	40.68%	40.96%	40.99%
占比	94.12%	92.17%	90.00%	90.38%
成人牙膏				
营业收入	77,346.49	84,180.26	89,952.30	48,631.96
毛利率	39.79%	42.37%	42.64%	41.94%
占比	82.14%	81.92%	78.90%	79.76%
成人牙刷				
营业收入	11,278.10	10,523.96	12,663.53	6,475.35
毛利率	23.08%	27.17%	29.03%	33.89%
占比	11.98%	10.24%	11.11%	10.62%
儿童基础口腔护理产品				
营业收入	5,309.79	7,352.53	9,838.15	4,879.20
毛利率	53.04%	55.59%	55.01%	51.60%
占比	5.64%	7.16%	8.63%	8.00%
儿童牙膏				
营业收入	4,070.78	6,031.67	7,452.80	3,690.02
毛利率	60.80%	61.12%	59.87%	53.97%
占比	4.32%	5.87%	6.54%	6.05%
儿童牙刷				
营业收入	1,239.01	1,320.86	2,385.35	1,189.18
毛利率	27.53%	30.37%	39.81%	44.24%
占比	1.32%	1.29%	2.09%	1.95%
电动牙刷				
营业收入	203.19	382.32	666.33	250.64
毛利率	55.95%	35.65%	35.23%	26.26%
占比	0.22%	0.37%	0.58%	0.41%
口腔医疗与美容护理等产品				
营业收入	28.71	315.37	891.19	738.61
毛利率	17.49%	32.44%	36.47%	39.58%
占比	0.03%	0.31%	0.78%	1.21%

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

公司抗牙齿敏感技术行业领先，抗敏牙膏产品力突出。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，产品可全方位满足消费者美白、护龈、抗糖、清新口气等多样化及差异化的需求。公司积极布局抗敏感3.0技术矩阵，重点开展口腔生物新材料的开发和性能研究，拓展抗敏硅、纳米酶等关键技术。在口腔健康领域的应用，打造口腔医疗级精准仿生愈敏技术、口腔数字化智能再生抗敏技术的多技术矩阵，开展多项抗敏感专利的延伸布局，持续实现在抗敏感领域的技术领先优势。在新技术研发方面，公司坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的科技创新机制，开展口腔健康基础研究及产品创新。同时公司与伦敦玛丽女王大学（Queen Mary University of London）教授、英国皇家工程院王文院士建立了海智工作站，并与国内多家高效和科研院所开展产学研合作项目15项，并已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。

图27：公司抗敏感3.0技术矩阵



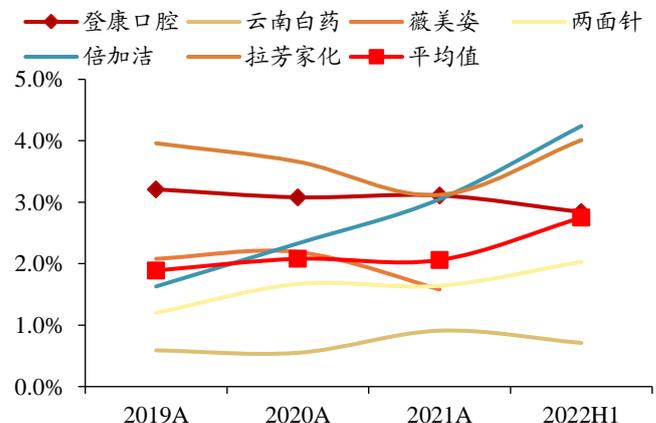
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图28：2019-2022H1 公司研发费用及研发费用率（万元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

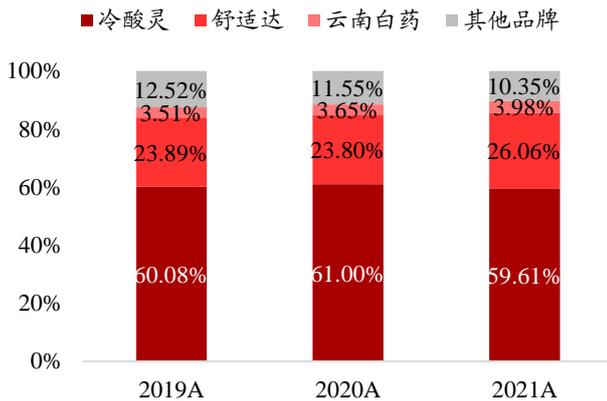
图29：公司研发费用率与可比公司对比



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司在抗敏感牙膏领域优势深厚。凭借公司在抗敏感技术方面的优势，公司品牌“冷酸灵”在抗敏感细分领域处于绝对领先地位。根据尼尔森零售数据，2019-2021年冷酸灵在我国抗敏感牙膏行业线下份额分别为60.08%/61.00%/59.61%。随着消费者对口腔护理产品功能性需求的提升，推动抗敏感牙膏行业规模增长，抗敏感牙膏销售额由2017年的24.81亿元增长至2021年的27.48亿元，且增速快于牙膏行业整体增速及其他功能牙膏品类。预计随着抗敏感牙膏销售额的持续稳增，冷酸灵凭借在抗敏感领域的份额卡位优势，对公司收入端的贡献度有望稳健提升。

图30：2019-2021我国抗敏感牙膏线下市场份额



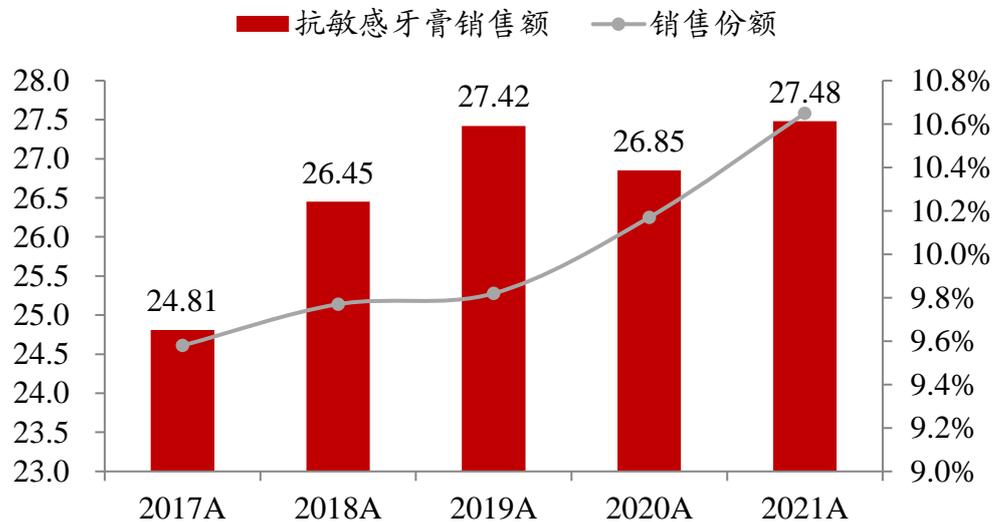
资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图31：抗敏感牙膏增速 VS. 牙膏行业整体增速



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

图32：2017-2021年我国抗敏感牙膏销售额及份额占比变化（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

顺应行业趋势，中高端产品及新兴口腔护理品类为公司后续成长提供动能。公司紧抓消费升级及口腔护理产品向功能化和中高端化升级趋势，对自身产品持续研发升级，扩大自身在中高端成人牙膏领域市场份额。从销售单价来看，2019-2022H1公司牙膏产品销售均价持续提升。未来公司有望凭借“冷酸灵医研”高端系列、及“贝乐乐”、“萌芽”等高端品牌销售占比持续提升推动产品结构升级及销售均价的提升。同时公司也积极布局电动牙刷、漱口水、牙线棒、脱敏剂、口喷等高速增长口腔护理细分品类，顺应行业品类多元化趋势，后续有望成为公司第二成长曲线。

图33: 公司产品与其他品牌产品销售价格对比

登康口腔 (冷酸灵)	云南白药 (云南白药)	舒适达 (舒适达)	高露洁棕榄 (高露洁)	宝洁 (佳洁士)	薇美姿 (舒客)									
积雪草护龈 抗敏 21.9元/110g	活性肽黏膜 损伤修护 89元/135g 双效抗敏男 士专用 52.7元/150g	牙龈护理 抗敏感 35元/100g	玻尿酸护龈 16.6元/120g	专研全优 7效 34.8元/90g	氨基酸护龈 29.3元/140g									
专研双重功 效抗敏 21.9元/110g		修复牙釉 质 57元/100g	氨基酸奇绩 修护 44.9元/90g			全龄养齿 69.9元/90g	红花清火牙 龈护理 79.9元/120g							
极系列多重 抗敏 24.9元/120g								沁爽劲护 45元/180g	不挂壁式酷 爽清新口气 49.9元/80ml	益生菌清新 29.3元/120g				
医研60s极 速抗敏 35.9元/110g											美白配方 美白抗敏 感 35元/100g	竹炭美白 33.3元/100g	双色锁白 28.9元 /120g	小苏打美白 23.4元/160g
医研热感专 效修复抗敏 36.9元/110g														
医研修护口 腔黏膜 40.9元/110g	朗健祛渍男 士专用 50.8元/120g	无水酵素美 白 109元/101g	热感溶渍 美白 34.9元/90g	智感焕白 94元/100g										
小系列清新 口气抗敏感 12.5元/100g					益优焕白 27.2元/105g	儿童联名系 列 35.9元/70g	儿童分龄防 蛀 39.8元/90g	儿童益生菌 29.9元/60g						
小苏打美白 抗敏 21.9元/110g					冬青美白牙 膏 32.2元/135g	儿童0添加 39.9元/70g			儿童按压式 46.9元/150g					
	儿童联名系 列 52元/60g	儿童益生 元 49.9元/70g	儿童小护盾 46.9元/60g											
	儿童联名系 列 40.9元/175g	贝乐乐按压 式 34.9元/150g	医研防龋 39.9元/40g											

资料来源: 天猫品牌旗舰店, 浙商证券研究所

3.2 线下渠道壁垒深厚，线上多平台协同并举

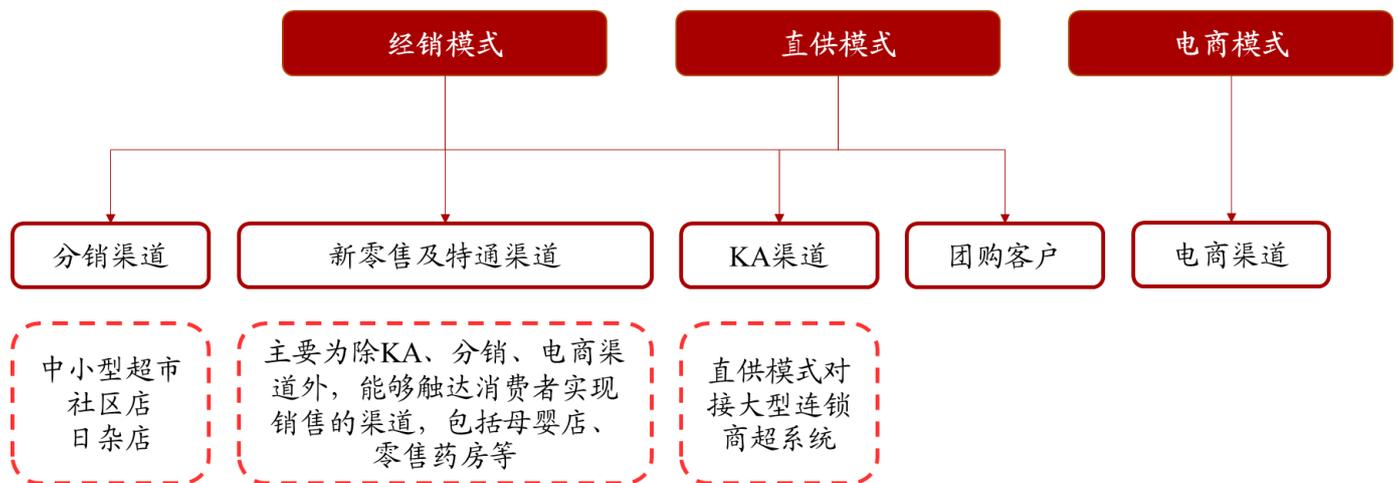
公司销售模式以经销为主，线上渠道占比快速提升。分销售模式看，公司主要通过经销模式进行销售，经销渠道收入占公司整体收入比例均在75%以上。2019-2021年公司经销模式收入由8.16亿元增至9.30亿元，CAGR为6.80%；直供模式主要为大型连锁KA系统及团购客户，目前合作KA系统主要为永辉超市、新世纪连锁等国内大型商超。然而受近年来消费者消费习惯转变，KA客流受O2O及便利系统分流明显，公司直供模式收入占比有所下滑。2019-2021年直供模式收入0.63亿元降至0.54亿元，CAGR为-7.00%，收入占比由6.68%降至4.77%；同时，顺应行业线上化率快速提升趋势，公司加强电商渠道开拓力度，推动电商渠道收入占比快速提高。电商渠道收入由0.57亿元大幅增长至1.50亿元，CAGR达61.71%，占比由6.10%扩大至13.17%。至2022H1，电商渠道占比进一步扩大至17.32%。公司线上线下渠道间差距在快速收窄。

表5: 公司主营业务收入拆分(分渠道)

单位: 万元	2019	2020	2021	2022H1
经销模式				
营业收入	81,572.38	88,245.57	93,041.48	47,379.60
毛利率	37.67%	41.75%	42.68%	42.27%
占比	86.63%	85.88%	81.61%	77.70%
直供模式				
营业收入	6,291.66	4,686.86	5,441.51	2,730.56
毛利率	54.92%	54.84%	60.09%	56.08%
占比	6.68%	4.56%	4.77%	4.48%
电商模式				
营业收入	5,743.98	8,847.14	15,019.83	10,558.32
毛利率	33.32%	38.88%	32.04%	35.79%
占比	6.10%	8.61%	13.17%	17.32%
其他				
营业收入	558.25	974.87	508.68	307.29
毛利率	39.00%	26.77%	41.94%	42.36%
占比	0.59%	0.95%	0.45%	0.50%

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图34: 公司渠道模式一览



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

3.2.1 经销商盈利强且合作稳定, 下沉市场渠道壁垒深厚

公司经销商稳定性高, 盈利能力强。公司经销商数量相对稳定, 截至2022H1公司拥有经销商526家。2019-2022H1公司持续贡献收入的经销商数量稳定在344家, 对公司整体营收的贡献比例在60%以上。同时公司每年对经销商队伍进行有序汰换, 且每年新增经销商对公司收入贡献度均高于撤销经销商收入贡献度, 推动公司经销商团队竞争力持续提高。同时公司经销商盈利能力强, 2020-2022H1公司经销商毛利率水平稳定在40%以上。

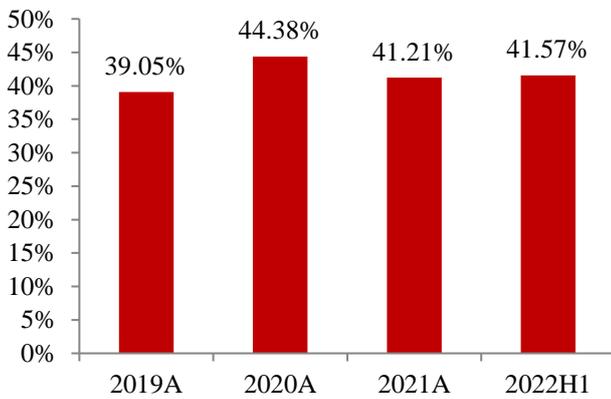
公司营销网络立体化, 终端覆盖面积广。公司通过自身直供模式及分布在全国31个省、自治区、直辖市及2000余个区/县的分销商, 实现了对数十万家零售终端的有效覆盖。同时公司渠道充分下沉, 以独特的县域开发模式打造了公司在三四线城市等下沉市场的渠道壁垒, 确保公司未来能够持续获得我国城镇化发展的红利。

表6: 公司经销商数量变动情况

单位: 万元, 家		2019A	2020A	2021A	2022H1
经销收入	经销商数量	521	494	534	526
	当期销售净额	81,572.38	88,245.57	93,041.48	47,379.60
	占主营收入比例	86.63%	85.88%	81.61%	77.70%
新增经销商	经销商数量	28	45	66	40
	当期销售净额	2,143.51	3,280.56	3,964.98	1,664.21
	占主营收入比例	2.28%	3.19%	3.48%	2.73%
撤销经销商	经销商数量	-49	-45	-30	-25
	当期销售净额	539.63	908.7	662.61	72.57
	占主营收入比例	0.57%	0.88%	0.58%	0.12%
持续贡献收入经销商	经销商数量	344			
	当期销售净额	74,717.83	81,101.89	81,708.33	37,005.44
	占主营收入比例	79.35%	78.93%	71.67%	60.69%

资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图35: 2019-2022H1 公司前五大经销商客户毛利率变动情况



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图36: 2019-2022H1 公司经销商数量分区域分布

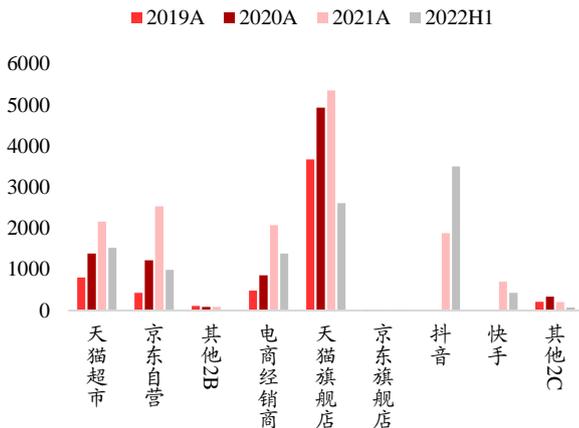


资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

3.2.2 线上渠道结构日益均衡, 切入抖音平台后续增长势能强劲

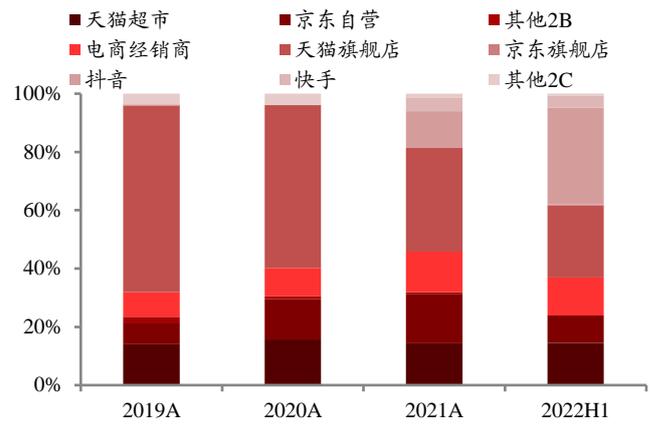
公司线上渠道平台结构日益均衡, 抖音渠道增长迅猛。公司电商模式分为 B2B (天猫超市、京东自营等)、B2C (天猫旗舰店、抖音等)、及电商经销商。从结构上看, 公司线上渠道平台结构逐步均衡化, 由聚焦天猫平台向天猫、抖音、京东、快手等全平台布局。截至 2022H1 公司抖音/天猫旗舰店/天猫超市/电商经销商/京东自营收入占比分别为 33.21%/24.78%/14.44%/13.11%/9.41%。从增速端看, 天猫旗舰店仍维持良好增速, 2019-2021 年天猫旗舰店实现收入由 3674.48 万元增长至 5354.81 万元, CAGR 为 20.72%。抖音渠道增速迅猛, 公司 2021 年在抖音平台实现收入 1886.18 万元, 截至 2022H1 公司抖音平台贡献收入已达 3506.74 万元, 远超 2021 年全年收入。根据蔚云科技数据, 当前口腔护理产品在抖音及快手平台销售火热, 2022 年 1-6 月抖快平台内口腔护理产品收入同比增速均在 50% 以上。因此, 我们看好公司通过布局抖音、快手等增长势能强劲品牌带动公司电商渠道收入持续高增, 成为公司收入增长的重要驱动力。

图37: 2019-2022H1 电商各平台销售金额变动情况(万元)



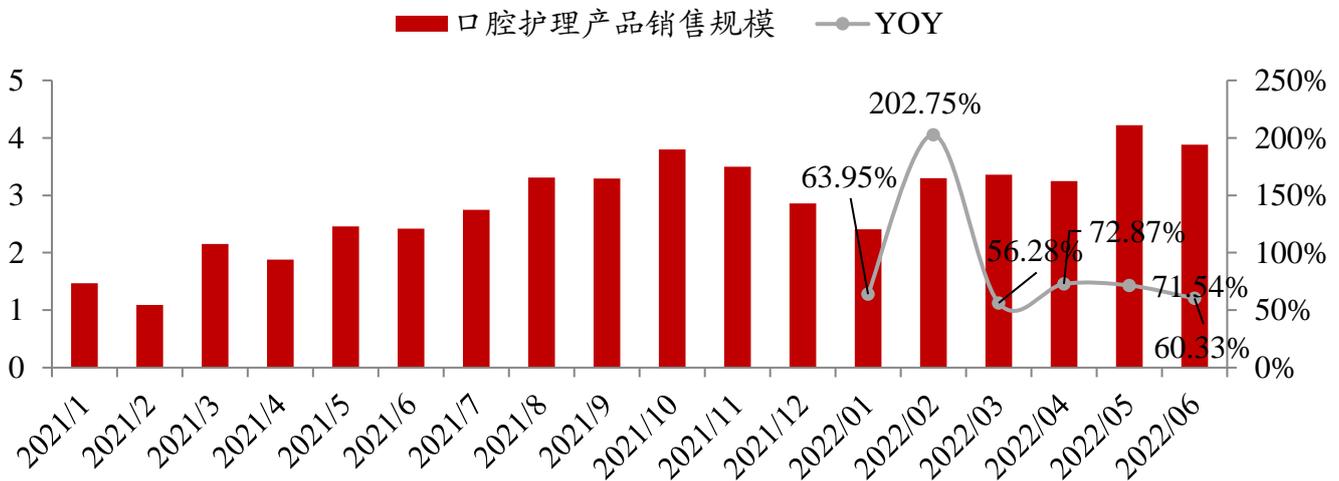
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图38: 2019-2022H1 电商渠道平台结构变动



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图39: 2021-2022H1 抖音及快手平台口腔护理产品月销售规模及同比增速(亿元)

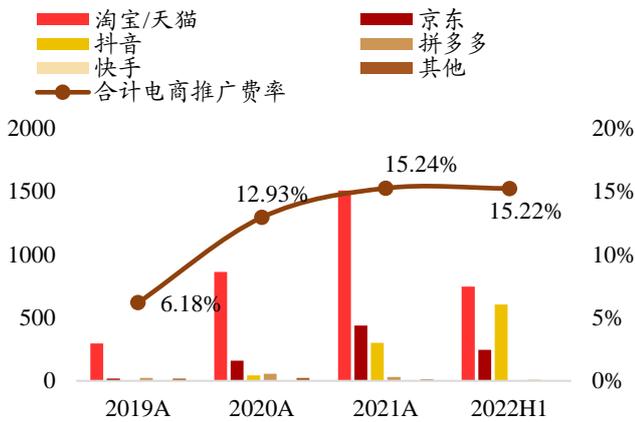


资料来源: 蔚云科技, 浙商证券研究所

公司对电商渠道推广力度持续加大。由于消费者由线下向线上转移的趋势加速, 为更好的抓住线上渠道发展趋势, 扩大公司产品在线上销售份额, 公司不断加大在主流电商平台投入, 并积极布局新兴电商平台。2019-2022H1 电商渠道推广费占电商渠道收入比例分别为 6.18%/ 12.93%/ 15.24%/ 15.22%。

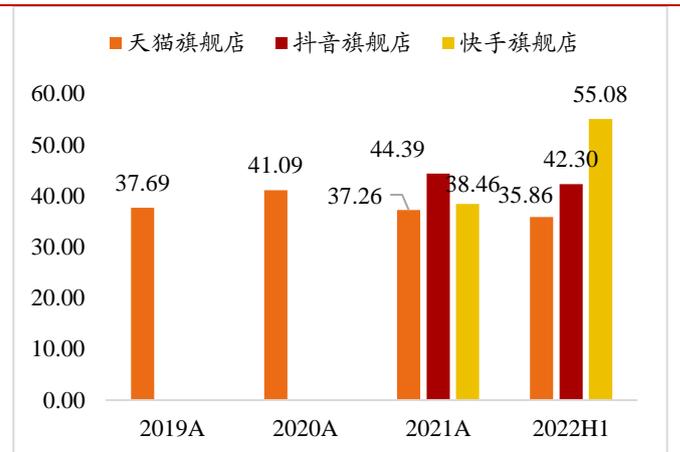
线上渠道人均消费及复购率相对稳定, 后续有望提升。2019-2022H1 天猫、抖音、快手平台人均消费金额稳定在 40-50 元左右区间。从占比来看, 客单值在 0-50 元区间仍然占据主流。预计后续随着公司中高端产品销售占比的进一步提升, 以及消费者对公司电动牙刷、口腔医疗与美容产品认知提升, 选择与牙膏搭配购买, 我们预计线上平台客单值仍有提升空间。从复购率角度看, 天猫平台由于布局相对较久, 消费者复购率水平略高, 人均购买次数在 1.12-1.13 左右。抖音和快手平台由于布局时间稍晚, 新客占比仍相对偏高, 人均购买次数在 1.02 次左右。

图40: 2019-2022H1 各平台推广费用及推广费率(万元)



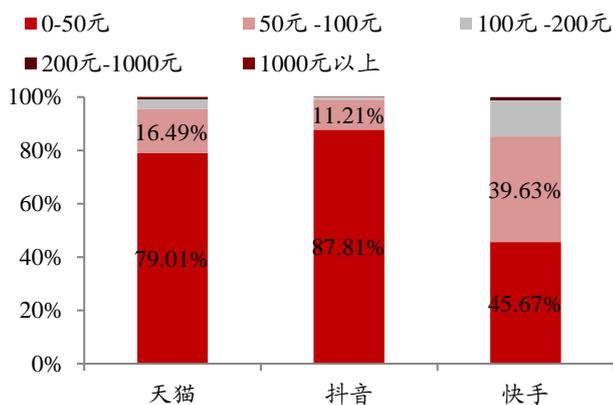
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图41: 2019-2022H1 天猫/抖音/快手平台人均消费(元)



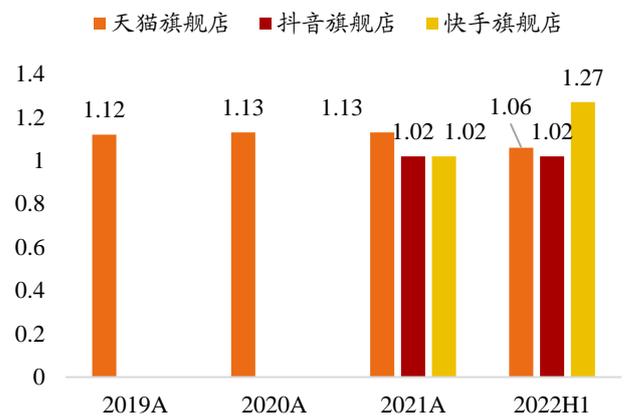
资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图42: 2022H1 线上各平台客单值结构情况



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

图43: 2019-2022H1 天猫/抖音/快手平台人均购买次数(次)



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

3.3 品牌形象深入人心, 新签代言人及数字化营销抢占年轻消费者心智

Z世代钟爱高颜值口腔护理产品, 注重产品颜色、IP、及代言人。当前颜值经济下, 消费者对于口腔护理产品“高颜值”的需求也明显提升。根据《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》数据显示, Z世代消费者更关注产品的颜值, 并且注重产品的颜色、IP 联名、及网红同款或明星代言人等因素。

图44: 年轻消费者关注高颜值口腔护理产品



资料来源:《2021天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》, 浙商证券研究所

图45: 颜色、联名IP、及明星代言是三大关注要素

颜色		联名IP		代言明星	
1	黑色	1	蜡笔小新	1	肖战
2	白色	2	梵高	2	王一博
3	粉色	3	泡泡玛特	3	李易峰
4	蓝色	4	熊本熊	4	刘涛
5	绿色	5	卢浮宫	5	易烊千玺

资料来源:《2021天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》, 浙商证券研究所

公司冷酸灵品牌价值已深入人心, 后续围绕年轻化、专业化、国民化进一步升级。公司旗下核心品牌‘冷酸灵’经过三十余年的培育和建设, 已积累较高的知名度和美誉度, 是行业率先荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定的品牌之一, 其广告语“冷热酸甜、想吃就吃”早已深入人心, 助力公司在抗敏感牙膏领域市场份额长期处于绝对领先地位。后续冷酸灵品牌将聚焦专业化、年轻化、国民化进行品牌核心价值的构建与升级, 助力公司品牌保持活力。

图46: 公司广告语“冷热酸甜, 想吃就吃”深入人心



资料来源: 微博、浙商证券研究所

以“国潮”为基, 创新营销贴近年轻人需求。近年来顺应年轻消费群体对口腔护理产品营销及颜值方面需求, 公司于2021年新签95后流量明星吴磊作为代言人, 积极迎合Z世代喜好。同时在品牌焕新方面, 公司冷酸灵品牌以民族文化为根基, 以国为潮, 打造国货新动能。创新整合营销传播矩阵和构建品牌代言人矩阵, 通过数字化内容平台的深耕运营, 不断刷新品牌年轻化的全域认知。2019-2021年, 冷酸灵凭借火锅牙膏跨界营销、冷酸灵国博跨界整合营销、猫爪刷与B站整合营销等创新品牌营销项目, 荣获2019年金旗奖全

场大奖、第十五届中国最佳公关关系案例大赛的企业品牌传播类金奖、2019-2020 年虎啸奖整合营销类优秀奖、2021 年金旗奖短视频营销金奖等诸多荣誉。

图47：公司积极推动冷酸灵品牌年轻化



资料来源：公司官网、浙商证券研究所

加码数字化营销，助力消费者认知及份额提升。未来公司将加速向全域数字化营销转型，持续加大对微信、微博、抖音、小红书、B 站、知乎平台数字化内容平台运营，并着力打造品牌会员数字化广场，通过用户数据平台系统取得精准消费者画像、引导产品开发及品牌投放决策、沉淀用户数据资产，通过精准营销助力消费者对公司品牌认知进一步焕新提升，推动公司市场份额稳步增长。

4 营收及盈利能力持续向好，经营质量优异

公司收入及利润稳步增长。受益公司产品持续向中高端化升级以及公司口腔护理品类布局日益完善，推动公司营业收入及归母净利润近年来稳健增长。2019-2022 年公司营业收入由 9.44 亿元增长至 13.13 亿元，CAGR 达 11.64%；归母净利润由 0.63 亿元增长至 1.35 亿元，CAGR 达 28.69%。

图48：2019-2022 年公司营业收入及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

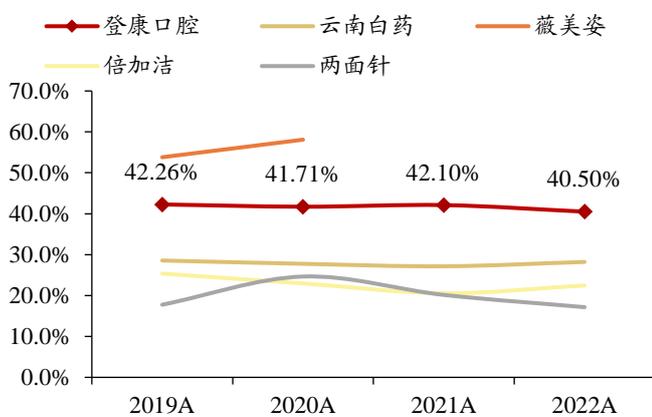
图49：2019-2022 年公司归母净利润及同比增速（亿元）



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

盈利能力逐步向上，且位居行业前列。公司毛利率水平较为稳定，2019-2022 年均维持在 40% 以上水平。其中公司 2020 及 2021 年毛利率较 2019 年略有下滑主要受执行新会计准则影响，若剔除运费影响因素，公司 2019-2021 年毛利率分别为 38.59%/ 41.71%/ 42.10%，受益于公司高端产品销售占比不断提升，毛利率呈上行趋势。期间费用率稳步下降。由于公司主要以自有品牌销售，且近年来持续加大在广告营销及电商渠道的推广力度，因此期间费用率水平相对较高，但公司积极优化费用投放效率，致使公司期间费用率稳步下降。2019-2022 年公司期间费用率分别为 36.30%/ 32.04%/ 31.03%/ 30.46%。其中销售费用率持续下降，管理/研发/财务费用率基本维稳。综合影响下，2019-2022 年公司净利率分别为 6.69%/ 9.25%/ 10.40%/ 10.25%，近年来逐步提升。横向对比来看，公司净利率水平也位居行业前列。

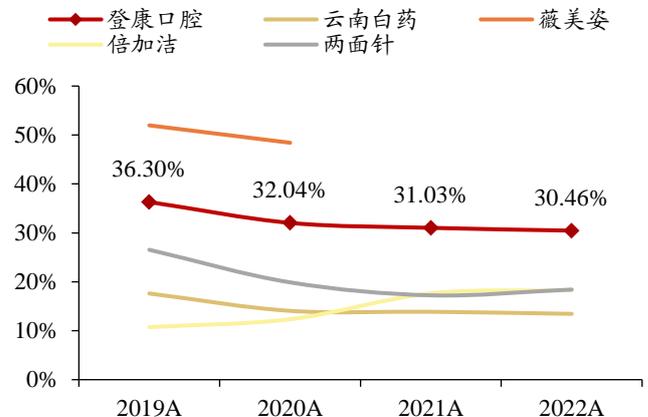
图50： 2019-2022 年公司销售毛利率与同业公司对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

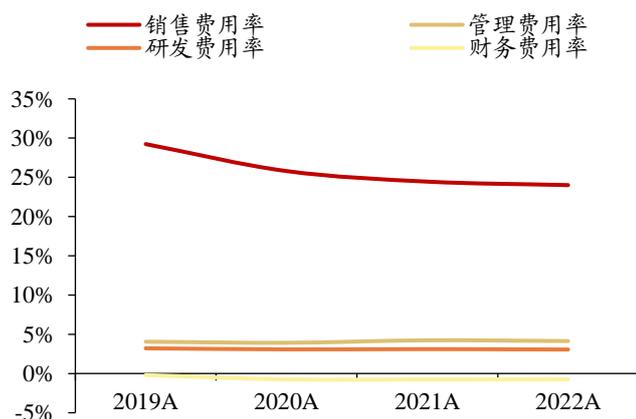
注：除登康口腔 2022A 为 2022 年全年数据外，其余标的均为 2022 前三季度数据。

图51： 2019-2022 年公司期间费用率与同业公司对比



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

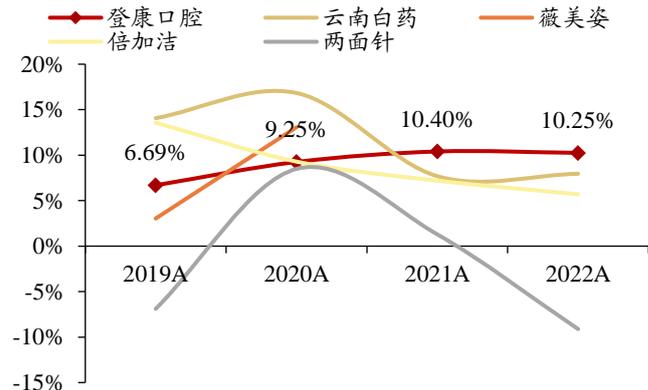
图52： 2019-2022 年公司销售/管理/研发/财务费用率变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：除登康口腔 2022A 为 2022 年全年数据外，其余标的均为 2022 前三季度数据。

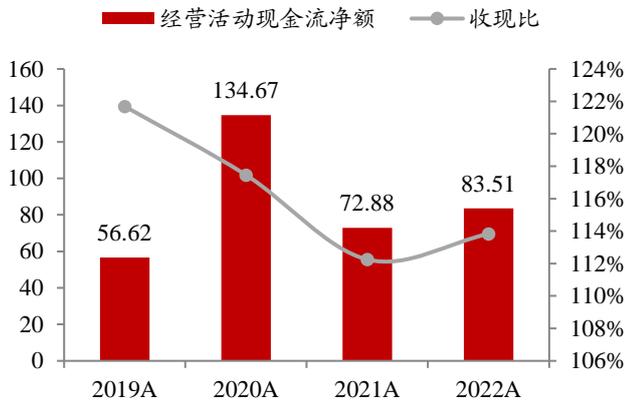
图53： 2019-2022 年公司销售净利率与同业公司对比



资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

公司经营现金流健康，ROE 水平领先行业。公司针对经销商采取“先款后货”模式，较少产生应收账款，因此公司获取现金的能力较强，经营活动现金流净额长期为正且收现比长期高于 100%。公司 ROE 水平同样领先行业，2019-2022 年公司加权平均 ROE 分别为 17.49%/ 19.92%/ 21.52%/ 26.02%，公司 ROE 持续提升。

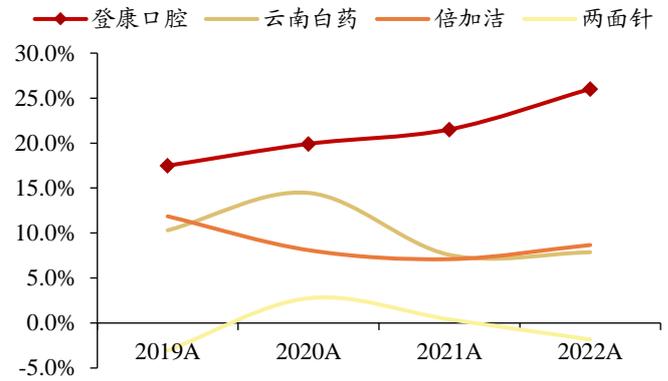
图54: 2019-2022 年公司经营现金流净额及收现比 (百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 除登康口腔 2022A 为 2022 年全年数据外, 其余标的均为 2022 前三季度数据。

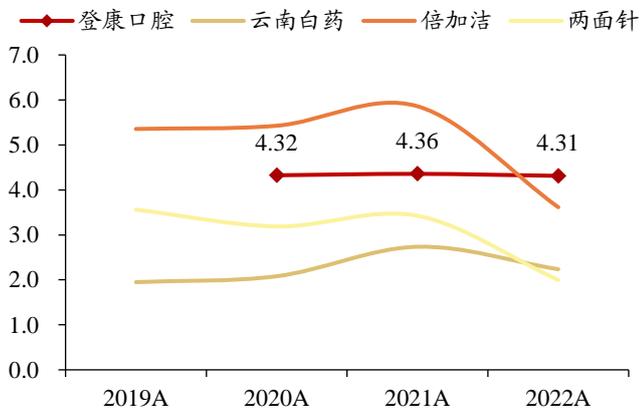
图55: 2019-2022 年公司加权平均 ROE 与同业公司对比



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

公司运营效率优异。公司对存货管理更精细化, 例如对包装材料采取寄售采购模式, 根据生产需求实时采购, 降低包装材料库存, 同时公司也与主要原材料供应商建立稳定合作关系, 提高订货效率, 降低原材料库存, 综合影响下公司存货周转率行业领先且较为稳定。同时受益于公司先款后货的经营模式, 应收账款余额较少, 致使公司应收账款周转率显著领先于同业公司。

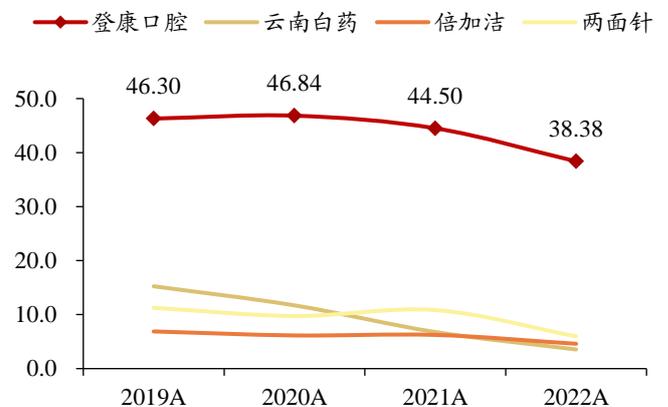
图56: 2019-2022 年公司存货周转率与同业公司对比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 除登康口腔 2022A 为 2022 年全年数据外, 其余标的均为 2022 前三季度数据。

图57: 2019-2022 年公司应收账款周转率与同业公司对比



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

5 投资建议与估值

5.1 核心假设与分业务预测

成人牙膏：成人牙膏为公司优势业务，自主品牌冷酸灵在抗敏感牙膏领域市场份额已位居绝对龙头。预期后续通过产品向高端化升级和终端渠道网点进一步下沉加密及线上渠道快速放量，公司成人牙膏业务仍有望实现量价齐升。我们预计公司成人牙膏业务23-25年销量端增速分别为 4.0%/ 3.5%/ 3.0%，销售均价增速分别为 5%/ 5%/ 4%。毛利率伴随公司中高端产品销售占比提升逐步向好，23-25 年成人牙膏业务毛利率 41.44%/ 41.74%/ 41.89%。

成人牙刷：公司对成人牙刷产品进行全新升级及品牌视觉焕新，加速产品迭代并推动产品结构优化升级，推动公司成人牙刷业务销量端快速增长。销售均价随在促销力度较大的电商渠道占比提升影响有所下滑，预计后续随着产品持续升级均价端小幅回升。我们预计成人牙刷业务 23-25 年销量增速分别为 15%/ 15%/ 13%，销售均价增速分别为 3%/ 2%/ 1.5%。考虑促销力度大的线上渠道占比进一步提升及公司产品持续升级的影响，预计毛利率平稳小幅提升，23-25 年成人牙刷毛利率 32.53%/ 32.83%/ 33.13%。

儿童牙膏：儿童口腔护理产品从渗透率角度看仍有提升空间。公司持续加大儿童系列产品的创新和投入，加大“贝乐乐”儿童牙膏品牌的整合传播、线上线下渠道分销覆盖及终端促销推广活动，并伴随产品矩阵的不断完善和升级，驱动儿童牙膏业务收入快速增长。我们预计后续销量端有望延续快速增长趋势，23-25 年销量增速分别为 30%/ 25%/ 20%，销售均价则受为快速提高市场份额加大儿童牙膏套装及促销装产品投入预计小幅波动，23-25 年均价增速为-1.0%/ 0.5%/ 0.5%，预计毛利率为 52.37%/ 52.87%/ 53.17%。

儿童牙刷：儿童牙刷产品销量端随儿童牙膏产品快速增长，2019-2021 年均价下滑原因主要为公司启动儿童牙刷全线焕新升级，为促进新升级产品在渠道的快速上架销售，加大了儿童牙刷老款产品的折扣力度，预计随老品库存消化新品占比持续提高，销售均价有望回升。我们预计 23-25 年儿童牙刷销量增速为 50%/ 40%/ 30%，销售均价增速为 2%/ 1.5%/ 1%，毛利率为 42.49%/ 42.79%/ 42.89%。

电动牙刷：公司重视对如电动牙刷的口腔护理新兴品类布局，不断对电动牙刷产品的模式进行探索总结，并通过对电动产品矩阵的持续完善和优秀人才的招募引进，推动公司电动牙刷产品快速放量。同时随着公司日月系列、儿童系列电动牙刷产品销售占比提高及牙刷新国标的执行，销售均价也有望快速增长。我们预计 23-25 年公司电动牙刷业务销量增速分别为 30%/ 33%/ 35%，销售均价增速为 23%/ 20%/ 15%。毛利率受新国标执行对产品进行改造升级短期下滑，预计 23-25 年分别为 25.43%/ 25.33%/ 25.43%。

口腔医疗与美容护理产品：公司口腔医疗与美容护理产品主要为漱口水、消字号口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液、械字号牙齿脱敏剂等产品，顺应口腔护理行业产品多元化趋势，公司口腔医疗与美容护理产品营收增长迅猛，但由于其品类众多且过于细分，致使对销售量及销售均价拆分难度较高。我们预计 23-25 年公司口腔医疗与美容护理产品销售收入增速分别为 100%/ 80%/ 75%。毛利率亦随规模效应逐步凸显提升，预计 23-25 年分别为 39.47%/ 39.77%/ 39.97%。

表7: 公司收入驱动因素拆分(分产品)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成人牙膏							
营业收入	773.46	841.80	899.52	991.72	1082.96	1176.91	1260.71
YOY		8.84%	6.86%	10.25%	9.20%	8.67%	7.12%
销售量(万吨)	3.05	3.30	3.43	3.60	3.75	3.88	4.00
YOY		8.19%	4.07%	5.00%	4.00%	3.50%	3.00%
单价(万元/吨)	2.54	2.55	2.62	2.75	2.89	3.03	3.16
YOY		0.59%	2.68%	5.00%	5.00%	5.00%	4.00%
毛利率	39.79%	42.37%	42.64%	40.94%	41.44%	41.74%	41.89%
成人牙刷							
营业收入	112.78	105.24	126.64	156.52	185.40	217.47	249.43
YOY		-6.69%	20.33%	23.60%	18.45%	17.30%	14.70%
销售量(百万支)	63.84	60.63	73.45	88.14	101.37	116.57	131.72
YOY		-5.02%	21.15%	20.00%	15.00%	15.00%	13.00%
单价(元/支)	1.77	1.74	1.72	1.78	1.83	1.87	1.89
YOY		-1.75%	-0.68%	3.00%	3.00%	2.00%	1.50%
毛利率	23.08%	27.17%	29.03%	32.03%	32.53%	32.83%	33.13%
儿童牙膏							
营业收入	40.71	60.32	74.53	90.37	116.30	146.10	176.20
YOY		48.17%	23.56%	21.25%	28.70%	25.63%	20.60%
销售量(百吨)	4.80	7.34	8.08	10.10	13.13	16.41	19.69
YOY		52.88%	10.01%	25.00%	30.00%	25.00%	20.00%
单价(万元/吨)	8.47	8.21	9.23	8.95	8.86	8.90	8.95
YOY		-3.08%	12.32%	-3.00%	-1.00%	0.50%	0.50%
毛利率	60.80%	61.12%	59.87%	51.87%	52.37%	52.87%	53.17%
儿童牙刷							
营业收入	12.39	13.21	23.85	38.82	59.40	84.40	110.82
YOY		6.61%	80.59%	62.75%	53.00%	42.10%	31.30%
销售量(百万支)	4.28	4.82	9.47	14.67	22.01	30.81	40.06
YOY		12.47%	96.44%	55.00%	50.00%	40.00%	30.00%
单价(元/支)	2.89	2.74	2.52	2.65	2.70	2.74	2.77
YOY		-5.21%	-8.07%	5.00%	2.00%	1.50%	1.00%
毛利率	27.53%	30.37%	39.81%	41.99%	42.49%	42.79%	42.89%
电动牙刷							
营业收入	2.03	3.82	6.66	10.83	17.31	27.63	42.90
YOY		88.16%	74.29%	62.50%	59.90%	59.60%	55.25%
销售量(百万支)	0.03	0.09	0.13	0.16	0.21	0.28	0.38
YOY		225.55%	45.96%	25.00%	30.00%	33.00%	35.00%
单价(元/支)	74.16	42.86	51.18	66.53	81.83	98.20	112.93
YOY		-42.20%	19.40%	30.00%	23.00%	20.00%	15.00%
毛利率	55.95%	35.65%	35.23%	25.73%	25.43%	25.33%	25.43%
口腔医疗与美容护理等产品							
营业收入	0.29	3.15	8.91	22.28	44.56	80.21	140.36
YOY		998.47%	182.59%	150.00%	100.00%	80.00%	75.00%
毛利率	17.49%	32.44%	36.47%	38.97%	39.47%	39.77%	39.97%
其他业务							
营业收入	2.25	2.05	2.41	2.79	3.21	3.66	4.13
YOY		-8.87%	17.52%	15.80%	15.00%	14.00%	13.00%
毛利率	51.49%	46.44%	42.20%	41.20%	41.30%	41.40%	41.50%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.2 估值分析及投资评级

本次公开发行股份不超过 4304.35 万股，发行价格为 20.68 元/股，预计募集资金 7.24 亿元，按发行后总股本 1.72 亿股计算公司市值约 35.61 亿元，对应 2022 年归母净利润的 PE 为 26.5X。

考虑公司为抗敏牙膏领域绝对龙头，可享一定品牌溢价，未来通过产品端通过高端化及向口腔大健康全链条进行品类延展，渠道端通过在下沉市场的深厚渠道壁垒及线上渠道的全面布局，后续成长空间十分宽广。对比公司招股书中选取的可比公司，公司主要以自有品牌进行销售，而可比公司倍加洁代工业务占比较高，因此公司可享受相对更高的估值中枢。同时云南白药收入结构中除口腔清洁护理产品外，仍包含工业产品、药品等，因此其整体估值中枢较公司相比有一定差异。我们预计公司 2023-2025 年收入分别实现 15.09/17.36/19.85 亿元，同比增长 14.91%/ 15.06%/ 14.29%；归母净利润 1.59/ 1.86/ 2.18 亿元，同比增长 17.94%/ 17.10%/ 17.12%，对应当前市值公司 PE 分别为 36/ 31/ 26X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表8：可比公司估值（数据截至 2023 年 4 月 17 日）

所属行业	可比公司	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000538.SZ	云南白药	1,002.47	40.87	46.17	52.48	24.53	21.71	19.10
603059.SH	倍加洁	25.32	1.33	1.65	1.90	19.10	15.35	13.33
	平均值					21.82	18.53	16.22
	中位数					21.82	18.53	16.22
001328.SZ	登康口腔	57.59	1.59	1.86	2.18	36.28	30.98	26.45

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：数据截至日期为 2023 年 4 月 17 日。

6 风险提示

1. 行业竞争加剧：我国牙膏、牙刷行业目前高度成熟，若后续其他竞争对手促销力度及市场投入，致使行业竞争加剧，或对公司产品市场份额或盈利能力产生较大影响。

2. 新品研发不及预期：公司目前收入来源主要依托牙膏产品，若后续电动口腔护理、口腔医疗与美容护理等产品的研发进度或市场反响不及预期，或导致公司后续收入增长动能不足。

3. 原材料成本大幅波动：公司产品的主要原材料为二氧化硅、山梨（糖）醇、十二烷基硫酸钠、香精香料、牙膏管、包装盒等，若原材料成本出现大幅波动，或对公司产品毛利率产生较大扰动。

4. 销量及价格提升不及预期：公司收入后续增长有望依托产品高端化和新品放量带动“量价齐升”，若未来高端化产品及主推新品销售表现不佳或导致公司产品均价增长或销量增长不及预期，影响公司收入增长。

5. 募投项目进展不及预期：若公司募投项目进展不及预期，或导致公司产品和渠道升级和建设无法如期取得预想效果，最终影响公司产品销售表现，对公司收入及净利润产生不利影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	662	1,565	1,844	2,071
现金	268	1,120	1,337	1,489
交易性金融资产	113	128	140	150
应收账款	51	66	63	83
其它应收款	2	6	2	7
预付账款	17	9	12	17
存货	197	209	252	277
其他	15	27	38	48
非流动资产	355	566	614	752
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	83	128	155	169
无形资产	16	66	96	111
在建工程	85	100	145	185
其他	172	273	218	288
资产总计	1,018	2,132	2,457	2,823
流动负债	387	466	576	709
短期借款	0	100	225	355
应付款项	181	133	170	176
预收账款	0	1	1	1
其他	206	233	181	178
非流动负债	88	138	168	183
长期借款	0	50	80	95
其他	88	88	88	88
负债合计	476	605	745	893
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	542	1,527	1,713	1,931
负债和股东权益	1,018	2,132	2,457	2,823

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	84	101	117	153
净利润	135	159	186	218
折旧摊销	10	5	3	1
财务费用	(15)	1	2	4
投资损失	(1)	(8)	(9)	(9)
营运资金变动	(92)	(62)	(70)	(67)
其它	46	6	6	5
投资活动现金流	107	(223)	(53)	(141)
资本支出	(54)	(116)	(105)	(70)
长期投资	0	(116)	43	(80)
其他	161	8	9	9
筹资活动现金流	(103)	975	153	141
短期借款	0	100	125	130
长期借款	0	50	30	15
其他	(103)	825	(2)	(4)
现金净增加额	87	852	216	152

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,313	1,509	1,736	1,985
营业成本	781	891	1,020	1,164
营业税金及附加	9	12	13	15
营业费用	315	362	426	486
管理费用	54	62	75	86
研发费用	40	46	57	65
财务费用	(10)	(6)	(26)	(29)
资产减值损失	(4)	(5)	(5)	(5)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	8	9	9
其他经营收益	23	28	26	34
营业利润	145	173	202	236
营业外收支	1	(1)	(1)	(0)
利润总额	146	172	201	236
所得税	11	13	15	18
净利润	135	159	186	218
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	135	159	186	218
EBITDA	142	169	175	205
EPS (最新摊薄)	0.78	0.92	1.08	1.26

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.95%	14.91%	15.06%	14.29%
营业利润	6.42%	19.65%	16.51%	16.94%
归属母公司净利润	13.25%	17.94%	17.10%	17.12%
获利能力				
毛利率	40.50%	40.99%	41.26%	41.35%
净利率	10.25%	10.52%	10.71%	10.97%
ROE	24.82%	10.40%	10.85%	11.28%
ROIC	22.37%	9.05%	7.90%	7.90%
偿债能力				
资产负债率	46.73%	28.37%	30.30%	31.62%
净负债比率	87.72%	39.61%	43.48%	46.24%
流动比率	1.71	3.36	3.20	2.92
速动比率	1.12	2.83	2.68	2.44
营运能力				
总资产周转率	1.33	0.96	0.76	0.75
应收账款周转率	38.38	43.14	42.17	41.34
应付账款周转率	5.05	5.68	6.74	6.74
每股指标(元)				
每股收益	0.78	0.92	1.08	1.26
每股经营现金	0.49	0.58	0.68	0.89
每股净资产	3.15	8.87	9.95	11.21
估值比率				
P/E	42.78	36.28	30.98	26.45
P/B	10.62	3.77	3.36	2.98
EV/EBITDA	—	28.33	26.96	23.03

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>