

登康口腔 (001328.SZ)

深耕口腔清洁护理，牙齿抗敏龙头扬帆起航

深耕口腔清洁护理，迈向口腔大健康领域。公司发展历史悠久，前身大来化学制药厂成立于 1939 年。自成立以来，公司持续加强口腔清洁护理赛道业务布局，以冷酸灵主品牌为基不断拓宽产品矩阵，主要业务板块包括成人及儿童口腔护理、电动口腔护理、口腔医疗及美容护理，实现品类多元化发展。2019-2022 年公司营业收入从 9.44 亿元提升至 13.13 亿元，CAGR 为 11.6%，归母净利润从 0.63 亿元提升至 1.35 亿元，CAGR 为 28.7%，业绩稳健增长。

细分赛道持续扩容，线上渠道增速靓丽。2017-2021 年口腔清洁护理行业市场规模由 388.5 亿元增长至 521.7 亿元，CAGR 为 7.7%；未来行业驱动主要源于牙膏牙刷等基础品类高端化升级带动均价提升，以及漱口水、电动牙刷等新兴细分赛道涌现推动行业扩容；从渠道发展来看，电商渠道成为行业新增长点，2019-2021 年线上渠道占比由 16.2% 迅速提升至 24.0%；从竞争格局看，我国口腔清洁护理行业竞争激烈，根据尼尔森零售研究数据，2021 年牙膏产品按全渠道零售额计，前十厂商市场份额合计达 75%。

品牌高端化升级，产品矩阵持续完善。从品牌端看，冷酸灵以“冷热酸甜、想吃就吃”的抗敏感功能差异化定位切入牙膏市场，并连续多年稳居抗敏感细分赛道龙头，线下市场份额占比稳定约 60%。近年来公司与时俱进，持续推进品牌高端化、年轻化升级，通过品牌焕新、功能升级等提高中高端产品占比，成人牙膏产品量价齐升驱动收入增长；从产品端看，公司在成人牙膏牙刷产品之外积极布局儿童口腔护理、电动牙刷、口腔医疗及美容护理等领域，持续拓宽产品矩阵，加强品类多元化，电动牙刷、牙齿脱敏剂、口腔抑菌膏等新品类贡献收入新增量；从渠道端看，公司经销&KA&电商多重渠道并举，其中线下零售终端广泛下沉，以独特的县域开发模式打造在三四线城市的渠道壁垒，电商渠道得益于深耕抖音兴趣电商收入持续高增，预计未来伴随公司加码电商平台投入，电商持续放量有望带动收入增长。

盈利预测与评级：公司深耕口腔清洁护理数十载，成人口腔护理根基深厚，旗下冷酸灵为抗敏感细分赛道龙头品牌。此外公司积极加码新兴赛道，儿童口腔护理、电动牙刷、口腔医疗与美容护理多点开花打造新增长极，抖音等电商渠道运营出色助力快速拓展。预计 2023-2025 年公司营业收入同比增长 5.0%/7.2%/14.8% 至 13.79/14.78/16.97 亿元，归母净利润同比增长 8.0%/10.9%/18.6% 至 1.45/1.61/1.91 亿元，对应 PE 为 32.4x/29.2x/24.6x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧；新品开发不及预期；价格提升不及预期；行业发展、数据统计风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,143	1,313	1,379	1,478	1,697
增长率 yoy（%）	11.0	14.9	5.0	7.2	14.8
归母净利润（百万元）	119	135	145	161	191
增长率 yoy（%）	24.8	13.3	8.0	10.9	18.6
EPS 最新摊薄（元/股）	0.69	0.78	0.84	0.94	1.11
净资产收益率（%）	23.4	24.8	23.8	21.6	21.1
P/E（倍）	39.6	35.0	32.4	29.2	24.6
P/B（倍）	9.2	8.7	7.7	6.3	5.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 1 月 5 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业

1 月 5 日收盘价(元) 27.33

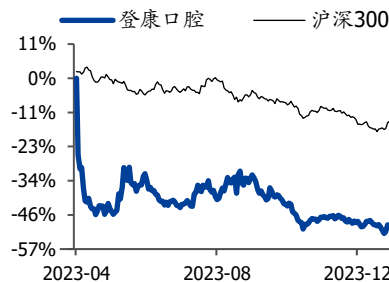
总市值(百万元) 4,705.51

总股本(百万股) 172.17

其中自由流通股(%) 25.00

30 日均成交量(百万股) 1.88

股价走势



作者

分析师 姜文轶

执业证书编号：S0680523040001

邮箱：jiangwenqiang1@gszq.com

分析师 萧灵

执业证书编号：S0680523060002

邮箱：xiaoling@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	599	662	755	940	1104
现金	288	268	391	511	663
应收票据及应收账款	40	51	45	58	60
其他应收款	4	2	5	2	6
预付账款	3	17	4	18	7
存货	165	197	182	223	240
其他流动资产	98	128	128	128	128
非流动资产	365	355	350	352	359
长期投资	0	0	1	1	2
固定资产	91	83	92	103	116
无形资产	17	16	18	20	20
其他非流动资产	257	257	240	228	221
资产总计	964	1018	1105	1292	1463
流动负债	356	387	364	416	427
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	129	181	143	203	193
其他流动负债	228	207	221	213	234
非流动负债	99	88	88	88	88
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	99	88	88	88	88
负债合计	455	476	452	504	515
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	129	129	172	172	172
资本公积	214	214	214	214	214
留存收益	167	201	325	457	605
归属母公司股东权益	509	542	653	789	947
负债和股东权益	964	1018	1105	1292	1463

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	73	84	144	136	178
净利润	119	135	145	161	191
折旧摊销	11	10	9	11	13
财务费用	-9	-10	-11	-16	-19
投资损失	-10	-3	-5	-6	-6
营运资金变动	-48	-59	7	-14	-1
其他经营现金流	9	11	-1	-1	-1
投资活动现金流	147	107	2	-6	-13
资本支出	24	56	-6	1	6
长期投资	292	-18	-1	-1	0
其他投资现金流	463	144	-5	-5	-7
筹资活动现金流	-116	-103	-23	-10	-13
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	6	0	43	0	0
资本公积增加	30	0	0	0	0
其他筹资现金流	-152	-103	-66	-10	-13
现金净增加额	104	87	123	120	152

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1143	1313	1379	1478	1697
营业成本	661	781	817	873	999
营业税金及附加	10	9	11	11	13
营业费用	279	315	334	356	407
管理费用	48	54	56	60	67
研发费用	36	40	41	44	51
财务费用	-9	-10	-11	-16	-19
资产减值损失	-6	-4	-5	-6	-7
其他收益	15	23	19	18	19
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
投资净收益	10	3	5	6	6
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	136	145	161	180	212
营业外收入	0	1	0	1	1
营业外支出	2	0	2	2	1
利润总额	135	146	160	179	212
所得税	16	11	15	17	20
净利润	119	135	145	161	191
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	119	135	145	161	191
EBITDA	137	148	160	176	207
EPS (元/股)	0.69	0.78	0.84	0.94	1.11

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	11.0	14.9	5.0	7.2	14.8
营业利润 (%)	23.6	6.4	11.4	11.6	17.9
归属母公司净利润 (%)	24.8	13.3	8.0	10.9	18.6
获利能力					
毛利率 (%)	42.1	40.5	40.7	40.9	41.2
净利率 (%)	10.4	10.2	10.5	10.9	11.3
ROE (%)	23.4	24.8	23.8	21.6	21.1
ROIC (%)	18.4	20.4	19.7	18.0	17.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.2	46.7	40.9	39.0	35.2
净负债比率 (%)	-37.5	-34.3	-50.7	-57.6	-64.2
流动比率	1.7	1.7	2.1	2.3	2.6
速动比率	1.2	1.1	1.5	1.6	2.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
应收账款周转率	25.9	28.7	28.7	28.7	28.7
应付账款周转率	5.8	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.69	0.78	0.84	0.94	1.11
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.49	0.84	0.79	1.03
每股净资产 (最新摊薄)	2.95	3.15	3.54	4.33	5.25
估值比率					
P/E	39.6	35.0	32.4	29.2	24.6
P/B	9.2	8.7	7.7	6.3	5.2
EV/EBITDA	32.3	29.8	26.8	23.6	19.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 1 月 5 日收盘价

内容目录

1. 深耕口腔清洁护理赛道，引领抗敏感牙膏市场	5
1.1 抗敏感龙头锐意进取，迈向口腔大健康领域	5
1.2 刚需产品消费韧性强，盈利能力持续向上	6
1.3. 深耕口腔清洁护理，产品矩阵多元	7
2. 口腔护理行业稳健成长，细分赛道持续扩容	10
2.1 市场规模稳步扩张，新兴品类增长迅猛	10
2.2 行业集中度高，民族品牌加速崛起	11
2.3 需求细分化趋势凸显，高端化升级驱动行业扩容	12
3. 品牌渠道双轮驱动，技术迭代构筑核心壁垒	15
3.1 产品：抗敏感渗透空间大，品类多元化拓展	15
3.1.1 抗敏感细分市场龙头，量价齐升仍具增长空间	15
3.1.2 积极探索新兴品类，多点开花打造新增长极	17
3.1.3 研发实力强劲，产品创新能力领先	19
3.2 品牌：国民化年轻化升级，牙膏老字号焕发新生	20
3.3 渠道：零售终端广泛下沉，线上增势迅猛	23
3.3.1 线下：深度分销构筑壁垒，持续推进渠道下沉	23
3.3.2 线上：积极探索新零售模式，电商渠道增长迅猛	24
4. 盈利预测与估值	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资评级	28
风险提示	28

图表目录

图表 1: 登康口腔发展历程	5
图表 2: 公司股权结构（截至 2023 年 9 月 30 日）	6
图表 3: 登康口腔历史财务数据一览	6
图表 4: 2019-2022 年公司毛利率同业对比	7
图表 5: 2019-2022 年公司净利率同业对比	7
图表 6: 公司收入结构按品类拆分	8
图表 7: 公司收入结构按渠道拆分	9
图表 8: 2017-2022 年中国口腔清洁护理市场规模及增速	10
图表 9: 2021 年中国口腔清洁护理分品类市场规模（亿元）	11
图表 10: 2022 年中国口腔清洁护理分品类市场规模占比	11
图表 11: 2019-2021 年中国牙膏行业市场规模按渠道拆分（亿元）	11
图表 12: 2019-2021 年牙膏行业线上渠道占比持续提升	11
图表 13: 2021 年我国牙膏行业线下渠道销售份额	12
图表 14: 我国本土企业牙膏产量占比持续提升	12
图表 15: 2021 年各类功效性牙膏线下市场份额	12
图表 16: 2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比	13
图表 17: 2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场增幅变化趋势	13
图表 18: 我国儿童恒牙龋患率呈上升态势	13
图表 19: 国家发布多项政策关注儿童口腔健康	13

图表 20: 儿童口腔护理需求得到重视.....	14
图表 21: 2019-2021 年儿童口腔护理品牌线下零售额占比.....	14
图表 22: 2017-2021 年电动牙刷市场规模持续提升.....	14
图表 23: 2017-2021 年中国漱口水市场规模迅速增长.....	14
图表 24: 冷酸灵品牌发展历史.....	15
图表 25: 2014 年中国主流牙膏品牌市场份额.....	15
图表 26: 2019-2021 年抗敏感细分领域线下市场销售份额.....	15
图表 27: 冷酸灵抗敏感牙膏产品矩阵梳理.....	16
图表 28: 各类口腔问题患者比例.....	16
图表 29: 老年人群牙齿敏感患病率较高.....	16
图表 30: 公司四大业务板块及产品矩阵.....	17
图表 31: 2019-2022 年公司儿童口腔护理营业收入及增速.....	18
图表 32: 贝乐乐与萌芽双品牌协同发展.....	18
图表 33: 2019-2022 年公司电动牙刷收入及增速.....	18
图表 34: 2019-2022 年公司口腔医疗与美容护理营业收入及增速.....	18
图表 35: 2019-2023H1 公司研发费用率.....	19
图表 36: 公司研发费用率行业领先.....	19
图表 37: 登康口腔获得多项荣誉奖项.....	19
图表 38: 2019-2022H1 牙膏产品收入按量价拆分.....	20
图表 39: 公司持续迭代核心技术与产品.....	20
图表 40: 公司营销方式多元化.....	21
图表 41: 冷酸灵邀请吴磊作为品牌代言人.....	22
图表 42: 冷酸灵联名国家博物馆推出 5 款诚意牙膏.....	22
图表 43: 公司获得多项品牌营销奖项.....	22
图表 44: 公司销售费用率水平较高.....	22
图表 45: 2019-2022H1 公司费用投放效率持续优化.....	22
图表 46: 公司渠道模式一览.....	23
图表 47: 2019-2022H1 公司经销渠道收入及增速.....	24
图表 48: 2019-2022H1 公司经销商数量.....	24
图表 49: 2019-2022H1 公司线上收入分平台拆分（百万元）.....	24
图表 50: 2019-2022H1 公司线上各平台收入占比.....	24
图表 51: 2019-2022H1 公司各电商平台费用投放（万元）.....	24
图表 52: 2019-2022H1 公司各电商平台费用投放占比.....	24
图表 53: 公司积极探索兴趣电商模式.....	25
图表 54: 冷酸灵官方旗舰店排名抖音口腔牙膏畅销店铺榜单 TOP3.....	25
图表 55: 公司各电商平台运营数据对比.....	25
图表 56: 登康口腔盈利预测.....	27
图表 57: 可比公司估值.....	28

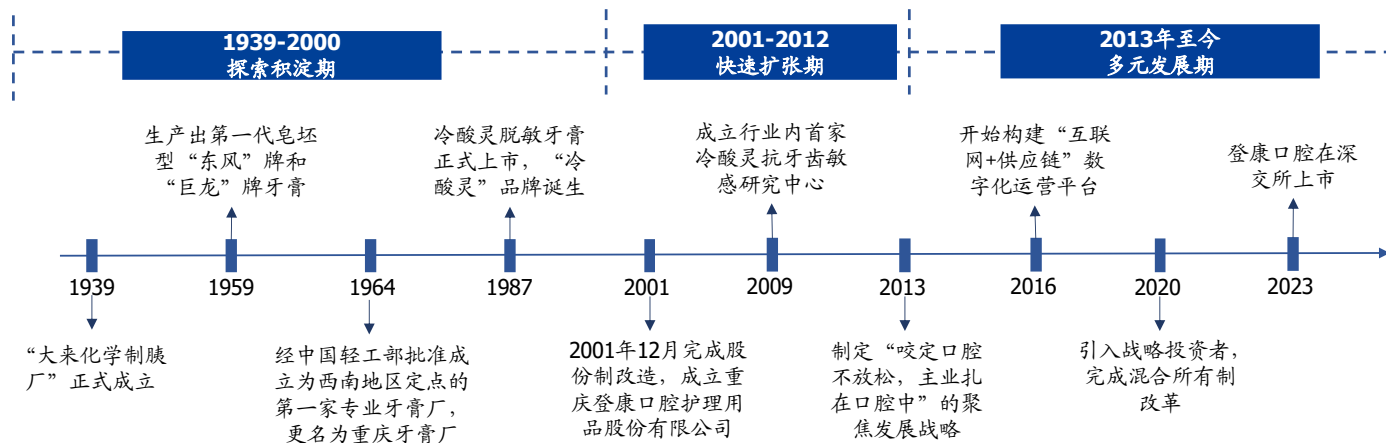
1. 深耕口腔清洁护理赛道，引领抗敏感牙膏市场

1.1 抗敏感龙头锐意进取，迈向口腔大健康领域

牙齿抗敏感护理龙头，连续多年市占率领先。公司系国内卓越的专业口腔护理企业，以打造世界领先口腔健康专家为愿景，深耕口腔清洁护理赛道数十载，坚持“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，致力于提供口腔健康与美丽解决方案。公司核心品牌“冷酸灵”主打牙齿抗敏感护理，连续多年占据抗敏感细分市场领导地位，根据尼尔森零售数据，公司抗敏感牙膏线下零售额市占率稳定约 60%。公司发展大致可分为三个阶段：

- **探索积淀期（1939-2000 年）：**公司前身为 1939 年成立的“大来化学制胰厂”，1959 年生产出第一代皂胚型“东风”牌和“巨龙”牌牙膏。1964 年更名为“重庆牙膏厂”，是西南地区定点的第一家专业牙膏厂；1974 年与重庆市口腔医院（现重庆医科大学附属口腔医院）联合研制成功我国第一支氯化锆抗过敏牙膏；1987 年冷酸灵脱敏牙膏正式上市，标志冷酸灵品牌正式诞生。
- **快速扩张期（2001-2012 年）：**2001 年重庆牙膏厂完成股份制改造，登康口腔股份有限公司正式成立。公司将冷酸灵定位大众牙膏品牌，以性价比优势与优质产品力快速扩张；2009 年成立行业内首家抗牙齿敏感研究中心，加快抗敏感技术研发，进一步奠定竞争优势。
- **多元发展期（2013 年至今）：**2013 年公司制定“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的发展战略，在抗敏感牙膏主品类之外积极拓宽新品类，完善产品矩阵。2014 年推出“贝乐乐”品牌，切入儿童口腔护理市场。此外公司积极加码布局新兴赛道，逐步丰富电动牙刷、牙齿脱敏剂等细分子品类，从口腔清洁基础护理向口腔医疗与美容领域延伸。得益于多元布局、多点开花的经营战略，公司近年来业绩持续稳健增长，2019-2022 年营业收入 CAGR 为 11.6%，其中电动牙刷、口腔医疗美容护理等新品类快速放量，收入占比迅速提升。

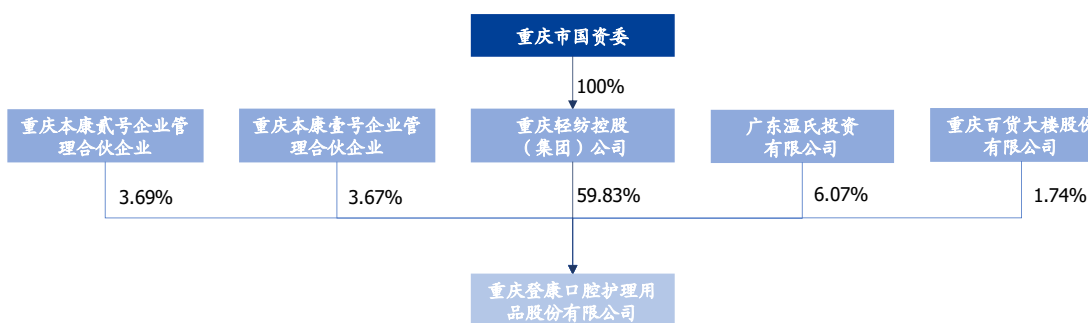
图表 1：登康口腔发展历程



资料来源：登康口腔官网，国盛证券研究所

国有控股，股权结构集中。公司为国有控股企业，股权结构清晰，控股股东为重庆轻纺集团，持股比例为 59.83%，实际控制人为重庆市国资委；第二大持股股东为温氏投资，系 2019 年 12 月末混合所有制改革引入的战略投资者，持股比例为 6.07%；此外公司设立本康壹号和本康贰号两大员工持股平台，持股比例分别为 3.67%和 3.69%。员工持股平台的引入将公司利益与核心员工深度绑定，员工共享公司成长红利，有利于激发员工积极性，促进公司长效发展。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 9 月 30 日)



资料来源: 公司三季度报告, 国盛证券研究所

1.2 刚需产品消费韧性强, 盈利能力持续向上

刚需品类显现消费韧性, 业绩持续稳健增长。得益于公司产品高端化升级及品类布局日益完善, 终端渠道网点进一步下沉, 2019-2022 年公司营业收入持续稳健增长, 由 9.44 亿元提升至 13.13 亿元 (CAGR 为 11.6%); 归母净利润由 0.63 亿元提升至 1.35 亿元 (CAGR 为 28.7%)。2023Q1-3 公司实现营业收入 10.11 亿元, 同比+3.6%; 实现归母净利润 1.08 亿元, 同比+1.7%。

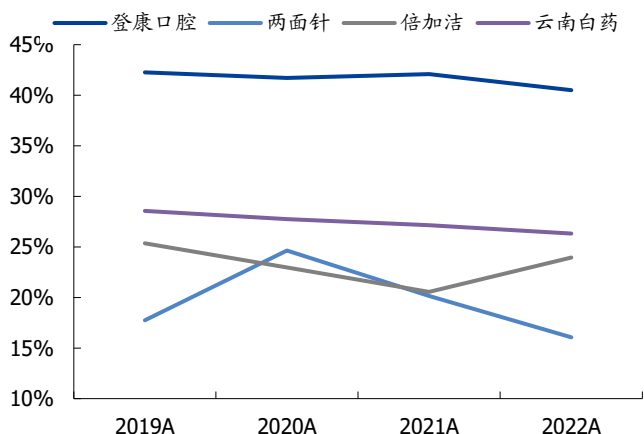
盈利能力稳中向好, 优于同业可比公司。公司 2019 年-2023Q1-3 毛利率水平维持在 40% 以上, 盈利能力稳中向上; 公司积极推进数字化升级, 通过线下增效与线上开源相结合形式, 有效实现全域流量转化及降本增效。期间费用率稳步下降, 2019-2022 年期间费用率由 36.3% 下降至 30.5%, 2023Q1-3 期间费用率略有提升, 主要系宏观环境波动下公司加大营销投入; 净利率亦逐步提升, 2019 年至 2023Q1-3 归母净利率由 6.7% 提升至 10.7%, 盈利能力居于行业前列。

图表 3: 登康口腔历史财务数据一览

单位: 百万元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023Q1-3
营业总收入	943.91	1029.59	1142.52	1313.33	1011.25
YOY		9.08%	10.97%	14.95%	3.58%
归母净利润	63.16	95.24	118.86	134.61	107.67
YOY		50.78%	24.80%	13.25%	1.74%
扣非归母净利润	38.51	73.71	96.89	104.71	86.86
YOY		91.38%	31.45%	8.07%	2.40%
毛利率	42.26%	41.71%	42.10%	40.50%	44.19%
期间费用率	36.30%	32.04%	31.03%	30.46%	32.67%
销售费用率	29.24%	25.80%	24.45%	24.01%	26.22%
管理+研发费用率	7.26%	6.99%	7.34%	7.19%	7.65%
财务费用率	-0.20%	-0.75%	-0.77%	-0.74%	-1.21%
归母净利率	6.69%	9.25%	10.40%	10.25%	10.65%
经营性现金流净额	56.62	134.67	72.88	83.51	95.11
较上年同期增减		78.05	-61.79	10.63	0.00
筹资性现金流净额	22.94	-16.05	-116.31	-103.41	725.36
较上年同期增减		-38.99	-100.25	12.90	0.00
资本开支	4.78	4.47	23.60	55.53	19.09
较上年同期增减		-0.31	19.13	31.93	0.00
ROE	14.68%	18.76%	23.36%	24.82%	7.84%
YOY (±)		4.09%	4.60%	1.46%	
资产负债率	49.92%	47.75%	47.21%	46.73%	25.20%
YOY (±)		-2.16%	-0.54%	-0.49%	

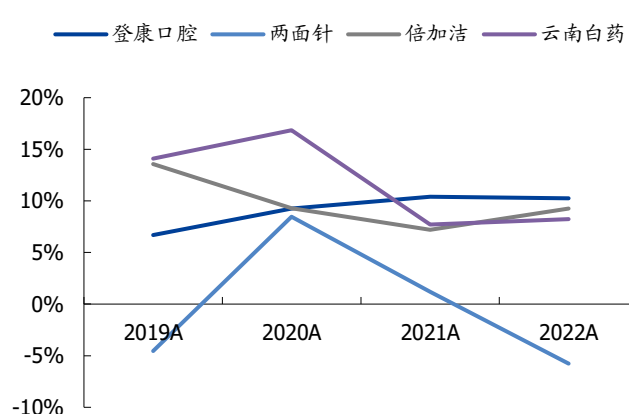
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 2019-2022 年公司毛利率同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2019-2022 年公司净利率同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3. 深耕口腔清洁护理，产品矩阵多元

分品类：以成人口腔护理为基，品类多元化拓展。公司构筑“四梁八柱”的主体业务规划，建立以口腔护理、口腔医疗、口腔美容、口腔资本为核心的口腔健康生态圈，着力打造口腔大健康生态链，致力于成为世界领先的专业口腔健康与美丽产业引领者。目前公司主营业务包括成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理、口腔医疗与美容护理四大板块。

- **成人口腔护理：**以核心品牌“冷酸灵”为基，包括成人牙刷和牙膏等产品，2019-2022 年收入从 8.86 亿元提升至 11.88 亿元（CAGR 为 10.3%）。伴随公司持续开拓新品类，成人口腔护理板块收入占比略有下降，从 2019 年的 93.9%下降至 2022 年的 90.5%，仍为公司最主要收入来源。2022 年成人牙膏/成人牙刷分别实现收入 10.53/1.36 亿元，占比分别为 80.2%/10.3%。
- **儿童口腔护理：**包括儿童牙刷和牙膏等产品，“贝乐乐”与“萌芽”两大自主品牌协同发展，2019-2022 年收入从 0.53 亿元提升至 0.99 亿元（CAGR 为 22.9%），收入占比从 5.6%提升至 7.5%，收入增长提速，主要系公司持续加大儿童系列产品创新与投入，儿童牙膏产品矩阵进一步完善，全渠道分销带动销量增长。
- **电动口腔护理：**主要为电动牙刷产品，2019-2022 年电动口腔护理收入从 2.03 亿元提升至 5.03 亿元（CAGR 为 35.3%）。公司持续加码电动口腔护理市场布局，满足市场多样化需求，电动牙刷产品快速放量，2019-2021 年销量从年的 2.74 万支提升至 13.02 万支。
- **口腔医疗与美容护理：**主要包括漱口水、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。公司将口腔医疗与美容护理定位为产品矩阵价值创新关键，是公司未来产品拓展和收入增长的重要方向，2019-2022 年口腔医疗与美容护理收入从 0.29 百万元提升至 0.19 亿元（CAGR 为 302.6%），收入占比从 0.03%提升至 1.44%，增长势头迅猛，主要得益于公司精准洞察消费者口腔清洁护理需求，推陈出新迭代新品，持续提升市场份额。

图表 6: 公司收入结构按品类拆分

	2019	2020	2021	2022
营业收入 (百万元)	943.91	1,029.59	1,142.52	1,313.33
YoY		9.08%	10.97%	14.95%
毛利率	42.26%	41.71%	42.10%	40.50%
分产品				
成人基础口腔护理产品	886.25	947.04	1026.16	1188.46
YOY		6.86%	8.35%	15.82%
占比	93.89%	91.98%	89.82%	90.49%
毛利率	41.40%	40.68%	40.96%	39.82%
成人牙膏	773.46	841.80	899.52	1052.95
YOY		8.84%	6.86%	17.06%
占比	81.94%	81.76%	78.73%	80.17%
毛利率	43.46%	42.37%	42.64%	41.04%
成人牙刷	112.78	105.24	126.64	135.51
YOY		-6.69%	20.33%	7.00%
占比	11.95%	10.22%	11.08%	10.32%
毛利率	27.23%	27.17%	29.03%	30.41%
儿童基础口腔护理产品	53.10	73.53	98.38	98.66
YOY		38.47%	33.80%	0.28%
占比	5.63%	7.14%	8.61%	7.51%
毛利率	55.85%	55.59%	55.01%	51.02%
儿童牙膏	40.71	60.32	74.53	72.10
YOY		48.17%	23.56%	-3.26%
占比	4.31%	5.86%	6.52%	5.49%
毛利率	63.20%	61.12%	59.87%	54.53%
儿童牙刷	12.39	13.21	23.85	26.56
YOY		6.62%	80.55%	11.36%
占比	1.31%	1.28%	2.09%	2.02%
毛利率	31.70%	30.37%	39.81%	41.48%
口腔医疗与美容护理产品	0.29	3.15	8.91	18.93
YOY		986.21%	182.86%	112.46%
占比	0.03%	0.31%	0.78%	1.44%
毛利率	18.47%	32.44%	36.47%	35.10%
电动口腔护理产品	2.03	3.82	6.66	5.03
YOY		88.18%	74.35%	-24.47%
占比	0.22%	0.37%	0.58%	0.38%
毛利率	57.67%	35.65%	35.23%	18.20%
电动牙刷	2.03	3.82	6.66	5.03
YOY		88.18%	74.35%	-24.47%
占比	0.22%	0.37%	0.58%	0.38%
毛利率	57.67%	35.65%	35.23%	18.20%
其他	2.24	2.05	2.41	2.25
YOY		-8.39%	17.52%	-6.81%
占比	0.24%	0.20%	0.21%	0.17%
毛利率	51.50%	46.44%	42.20%	33.07%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

分渠道: 线下经销渠道为主, 电商渠道快速发展。线下经销贡献公司主要收入来源, 2023H1 年实现收入 5.17 亿元, 占主营业务收入比重为 77.7%; 同时伴随终端渠道日益碎片化, 公司加快线上电商渠道拓展, 电商渠道收入从 2019 年的 0.57 亿元迅速提升至 2021 年的 1.50 亿元, CAGR 为 61.7%。

图表 7: 公司收入结构按渠道拆分

单位: 百万元	2019	2020	2021	2022H1	2023H1
营业收入	943.91	1,029.59	1,142.52	610.69	666.59
YoY		9.08%	10.97%		9.15%
毛利率	42.26%	41.71%	42.10%	40.50%	42.80%
分销售模式					
经销	815.72	882.46	930.41	473.80	516.61
YOY		8.18%	5.43%		9.04%
占比	86.42%	85.71%	81.43%	77.58%	77.50%
毛利率	37.67%	41.45%	42.68%	42.27%	
直供	62.92	46.87	54.42	27.31	19.86
YOY		-25.51%	16.10%		-27.27%
占比	6.67%	4.55%	4.76%	4.47%	2.98%
毛利率	54.92%	54.84%	60.09%	56.08%	
电商	57.44	88.47	150.20	105.58	125.42
YOY		54.02%	69.77%		18.79%
占比	6.09%	8.59%	13.15%	17.29%	18.82%
毛利率	33.32%	38.88%	32.04%	35.79%	35.79%
其他	5.58	9.75	5.09	3.07	3.24
YOY		74.63%	-47.82%		5.44%
占比	0.59%	0.95%	0.45%	0.50%	0.49%
毛利率	39.00%	26.77%	41.94%	42.36%	

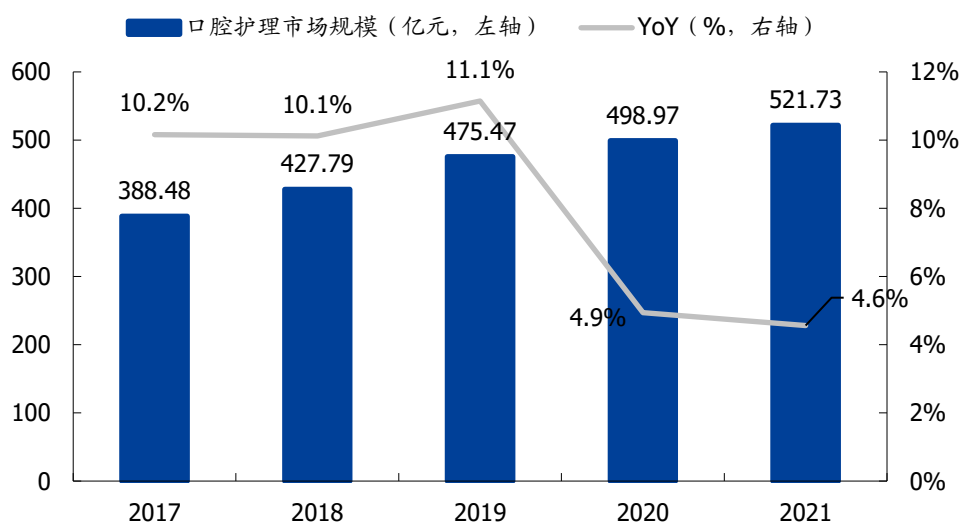
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 口腔护理行业稳健成长，细分赛道持续扩容

2.1 市场规模稳步扩张，新兴品类增长迅猛

口腔清洁护理市场规模稳步扩张，发展空间广阔。口腔清洁护理行业市场空间大，细分品类众多，既包括牙膏、牙刷等大众基础护理品类，亦不乏漱口水、口腔喷雾等新兴蓝海赛道。近年来伴随国民口腔健康护理意识的增强与居民消费能力的持续提升，我国口腔清洁护理市场规模稳步扩张。根据公司招股书披露的欧睿国际数据，2021 年中国口腔清洁护理市场规模达到 521.7 亿元，2017-2021 年市场规模年复合增速为 7.7%，行业整体处于稳步增长阶段。我国口腔护理行业空间广阔，未来有望延续稳健成长。

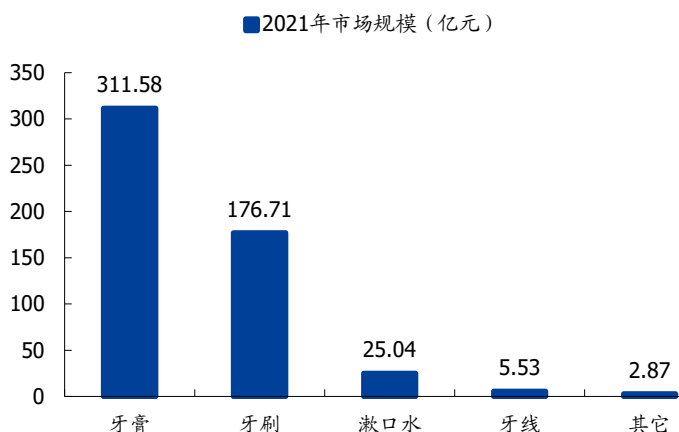
图表 8: 2017-2022 年中国口腔清洁护理市场规模及增速



资料来源: 公司招股说明书, 欧睿国际, 国盛证券研究所

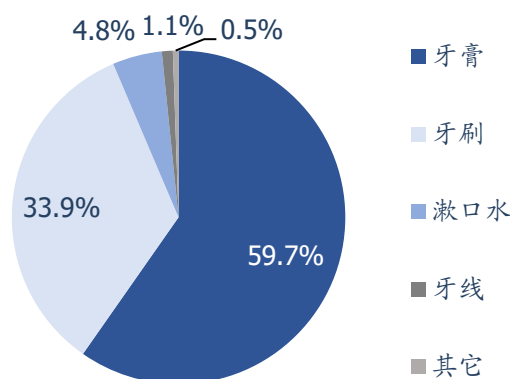
品类多元化: 基础品类需求刚性, 新兴品类增长迅猛。牙膏、牙刷属于口腔清洁护理基础品类, 满足最基本的口腔清洁需求, 消费需求呈现刚性。根据公司招股书披露的欧睿国际数据, 2021 年我国牙刷/牙膏两大基础品类市场规模分别为 176.7/311.6 亿元, 占 2021 年口腔清洁护理总体市场规模比重分别为 33.9%/59.7%, 合计占比超过 90%。此外, 受益于消费升级趋势与口腔护理需求多元化, 漱口水等新兴品类相继涌现, 2021 年我国漱口水细分品类市场规模为 25.0 亿元, 占比为 4.8%。

图表 9: 2021 年中国口腔清洁护理分品类市场规模 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 欧睿国际, 国盛证券研究所

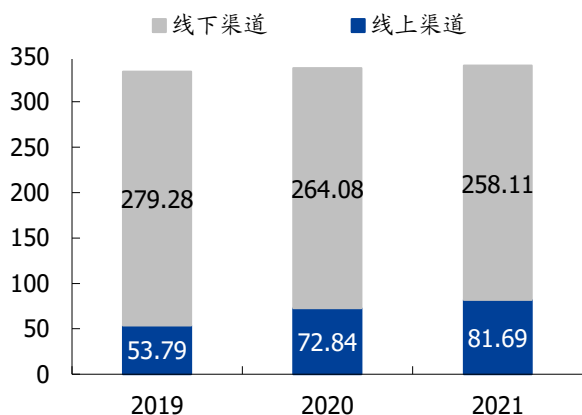
图表 10: 2022 年中国口腔清洁护理分品类市场规模占比



资料来源: 公司招股书, 欧睿国际, 国盛证券研究所

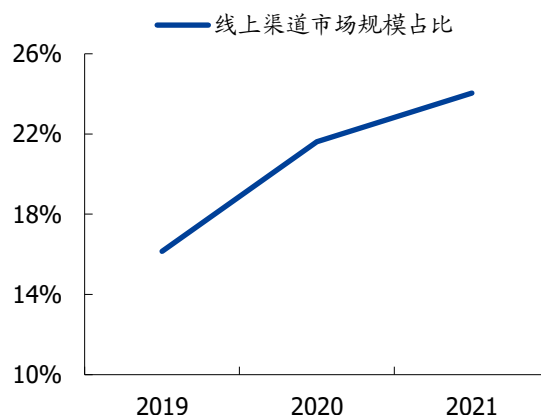
渠道线上化: 口腔护理行业渠道仍以线下为主, 线上渠道占比持续快速提升。我国口腔护理行业核心消费场景仍集中在线下渠道, 而伴随电商经济的繁荣以及抖音等新兴流量渠道的崛起, 口腔护理行业线上渠道占比持续提升。以牙膏行业为例, 根据尼尔森零售研究报告, 我国牙膏行业线下零售渠道占比从2019年的16.2%提升至2021年的24.0%。

图表 11: 2019-2021 年中国牙膏行业市场规模按渠道拆分 (亿元)



资料来源: 公司招股书, 尼尔森零售研究报告, 国盛证券研究所

图表 12: 2019-2021 年牙膏行业线上渠道占比持续提升



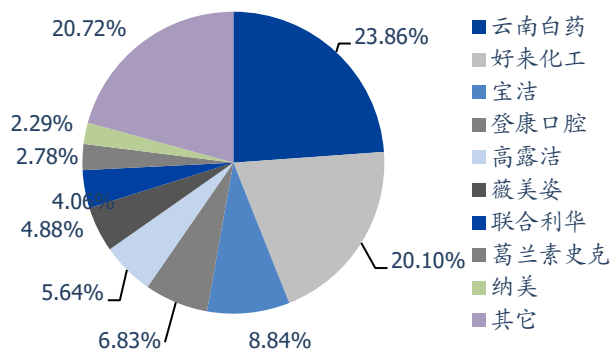
资料来源: 公司招股书, 尼尔森零售研究报告, 国盛证券研究所

2.2 行业集中度高, 民族品牌加速崛起

口腔清洁护理市场竞争激烈, 行业集中度高。由于口腔清洁护理行业市场空间大, 且品类技术壁垒较低, 众多外资与国货品牌纷纷布局, 经历三十余年的充分竞争与洗牌后, 市场竞争格局已基本稳定, 以云南白药、好来、佳洁士、高露洁、舒客等为代表的龙头品牌占据口腔护理市场的半壁江山。根据尼尔森零售研究报告, 我国牙膏品类市场相对集中, 2021 年牙膏产品按全渠道零售额计, 前十厂商市场份额合计达 75%, 云南白药、好来、宝洁、登康口腔 (冷酸灵)、高露洁等前五厂商市场份额达 59.5%, 头部效应日趋显著。

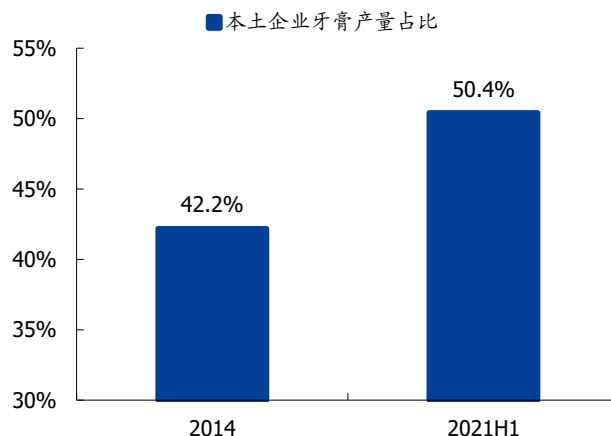
民族品牌加速崛起，市场占有率提升。上世纪 90 年代，宝洁、高露洁等国际日化巨头相继进入中国市场，凭借领先的技术优势与产品力一度垄断口腔清洁护理用品市场份额。近年来，由于国货品牌持续提升自主研发与创新能力，对国民口腔健康状况的认知洞察优于外资品牌，能够及时根据市场环境进行营销与产品策略调整，同时伴随国民文化自信心加强及国潮消费趋势的兴起，消费者对民族品牌的消费认可度逐步提升，民族品牌的市场占有率持续提升。根据口腔清洁护理用品工业协会，2014 年本土企业牙膏产量占比为 42.2%，2021H1 本土企业牙膏产量占比达到 50.4%，本土品牌市场份额占比持续提升。未来伴随民族自信心不断提升及本土品牌供应链与创新能力持续增强，预计本土口腔护理品牌将持续在激烈的市场竞争中占据优势地位。

图表 13: 2021 年我国牙膏行业线下渠道销售份额



资料来源：中商情报网，尼尔森零售研究数据，国盛证券研究所

图表 14: 我国本土企业牙膏产量占比持续提升

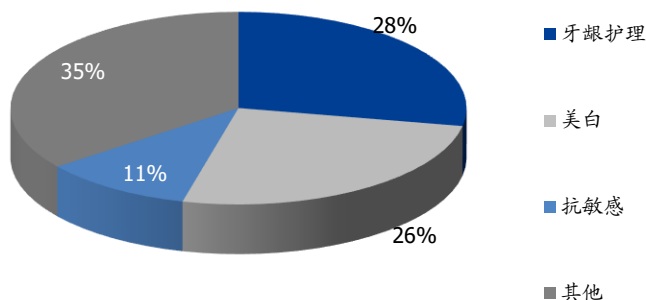


资料来源：中国财经，中国口腔清洁护理用品工业协会，国盛证券研究所

2.3 需求细分化趋势凸显，高端化升级驱动行业扩容

需求端：口腔护理需求高度细分，功能性产品消费热潮不减。伴随居民消费能力增强与健康意识提高，口腔护理产品需求的细分化程度不断提升，我国口腔清洁护理行业呈现专业化与细分化趋势。消费者口腔护理多样化、个性化需求不断丰富，根据尼尔森零售研究数据，在产品功效层面，牙龈护理、美白和抗敏感等强功效、高溢价的功能类牙膏成为消费者购买的主流品类，2021 年线下市场份额占比分别为 28.00%、25.94%和 10.65%，预计未来功能性产品仍为消费者主流选择。

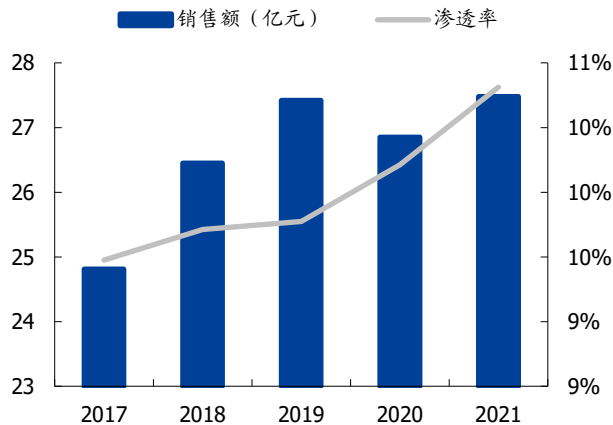
图表 15: 2021 年各类功效性牙膏线下市场份额



资料来源：公司招股书，国盛证券研究所

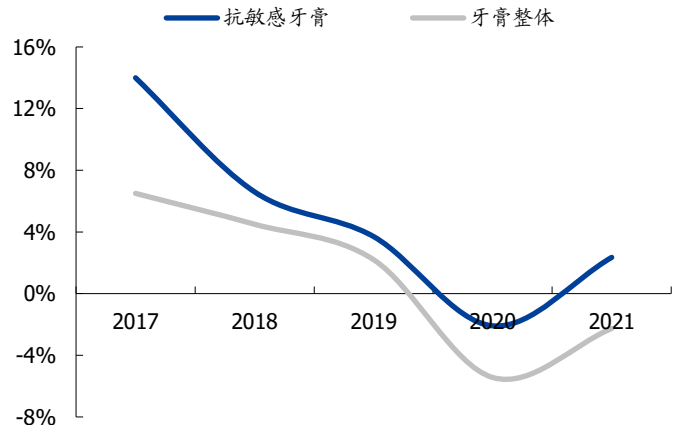
牙本质敏感人群基数扩大，抗敏感市场渗透率仍有提升空间。牙本质敏感是一种常见的牙齿疼痛症状，是指暴露的牙本质对外界刺激产生的短而尖锐的疼痛。我国居民饮食结构复杂多变，近年来伴随人们对精细化、高糖分食品摄入量的增长，以及对碳酸饮料及辛辣等刺激性食物的过多饮用/食用，我国牙本质敏感人群呈现扩大化和年轻化发展趋势，牙本质敏感人群占比不断提升，进而带动抗敏感牙膏消费的增长。根据尼尔森零售数据，2021年中国抗敏感牙膏线下市场规模为27.48亿元，渗透率为10.7%，仍有较大提升空间。抗敏感牙膏持续领跑牙膏品类，根据尼尔森零售数据，2017-2021年抗敏感市场份额持续增长，且增速高于牙膏行业整体，在口腔清洁护理行业中增长较快。牙齿抗敏感市场集中度较高，冷酸灵、舒适达占有绝大部分市场份额，根据尼尔森零售数据，2019-2021年冷酸灵在抗敏感细分领域线下市场占比稳定约60%，龙头地位稳固。

图表 16: 2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比



资料来源：公司招股书，尼尔森零售研究数据，国盛证券研究所

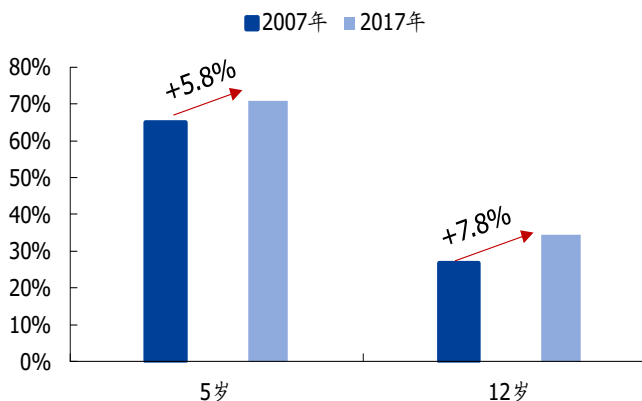
图表 17: 2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场增幅变化趋势



资料来源：公司招股书，尼尔森零售研究数据，国盛证券研究所

幼龄人群口腔问题加剧，儿童口腔护理市场发展潜力大。我国儿童龋患率呈上升态势，国家日益关注儿童口腔健康问题，发布多项政策加强儿童口腔健康管理。当前儿童口腔护理需求日益得到重视，根据第一财经网调查结果，绝大部分家长都会为儿童挑选儿童专用口腔护理产品。当前儿童口腔护理行业集中度较低，舒克、冷酸灵、Usmile 等口腔护理品牌纷纷加码儿童口腔护理领域，品牌众多竞争格局分散，尚未跑出具备绝对领导力的大品牌，未来产品力强、专业化程度高的品牌有望从中突围。

图表 18: 我国儿童恒牙龋患率呈上升态势



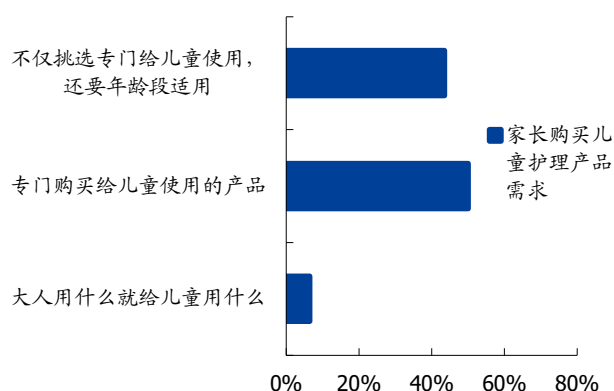
资料来源：中国网，第四次全国口腔健康流行病学调查，国盛证券研究所

图表 19: 国家发布多项政策关注儿童口腔健康

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容
2016年10月	国务院	《“健康中国2030”规划纲要》	明确加强口腔卫生，将12岁儿童龋率控制在25%以内
2017年2月	国务院	《中国防治慢性病中长期规划（2017-2025年）》	加大牙周病、龋病等口腔常见病干预力度，12岁儿童患龋率控制在30%以内
2019年1月	卫健委	《健康口腔行动方案（2019-2025年）》	立足全人群、全生命周期口腔健康管理，对儿童青少年、孕产妇、老年人等重点人群分类指导
2021年10月	卫健委	《健康儿童行动提升计划（2021-2025年）》	以儿童体格生长监测、营养与喂养指导、眼保健和口腔保健等为重点，推进0~6岁儿童健康管理项目

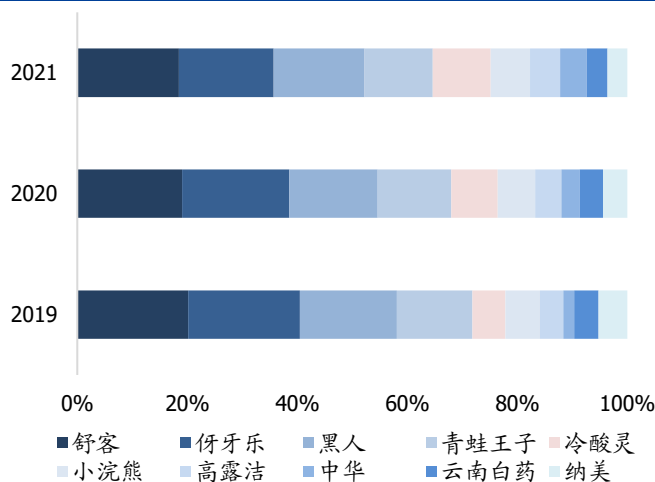
资料来源：中国政府网，国盛证券研究所

图表 20: 儿童口腔护理需求得到重视



资料来源: 第一财经网, 国盛证券研究所

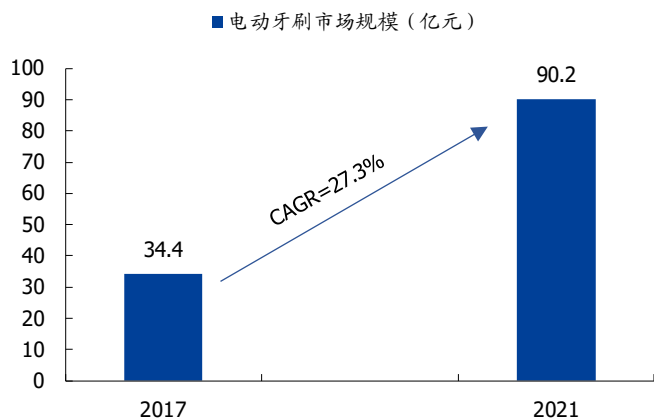
图表 21: 2019-2021 年儿童口腔护理品牌线下零售额占比



资料来源: 公司招股书, 尼尔森零售研究数据, 国盛证券研究所

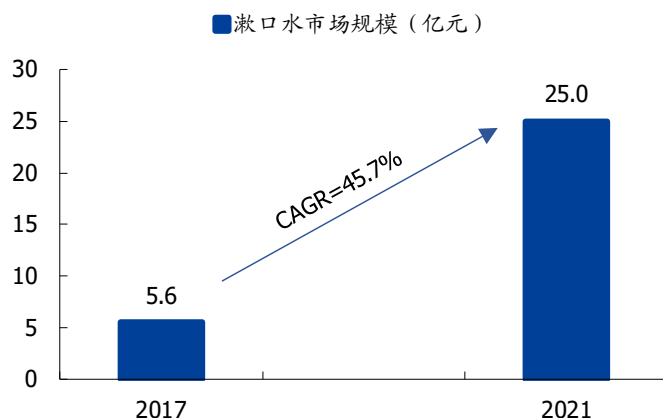
供给端: 产品高端化升级, 新兴品类推动行业扩容。随着居民消费能力的增强与口腔健康意识的提高, 高品质、高附加值的口腔护理用品消费占比不断提升, 消费者口腔护理的多样化、个性化需求不断丰富。牙齿护理不再满足于简单的清洁需求, 也不局限于“牙刷+牙膏”的固定搭配, 电动牙刷、冲牙器、漱口水等新兴品类相继涌现, 推动口腔清洁护理行业持续扩容。以电动牙刷为例, 近年来中国电动牙刷市场快速增长, 根据公司招股书披露的欧睿国际数据, 2017-2021 年中国电动牙刷市场规模从 34.4 亿元提升至 90.2 亿元 (CAGR 为 27.3%), 渗透率亦从 31.0% 提升至 51.0%。我们判断未来口腔清洁护理品类将持续多元化, 细分品类具有较大增长潜力, 产品创新能力强、善于培育爆品的口腔护理品牌将能率先抢占市场份额, 享受蓝海赛道发展红利。

图表 22: 2017-2021 年电动牙刷市场规模持续提升



资料来源: 公司招股书, 欧睿国际, 国盛证券研究所

图表 23: 2017-2021 年中国漱口水市场规模迅速增长



资料来源: 公司招股书, 欧睿国际, 国盛证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/385204041202011040>