

卡位口腔大健康，内生外延共筑成长

倍加洁(603059)

► 倍加洁速览：口腔护理 ODM 龙头，持续布局口腔大健康赛道。

倍加洁是行业知名的口腔清洁护理用品龙头企业之一，经过二十余年发展，形成了以 ODM 为主兼顾自主品牌、国内国外并重的业务格局，产品从单一牙刷转变为涵盖牙刷、牙线、齿间刷、牙线签等口腔清洁护理用品和湿巾等一次性卫生用品，牙刷、湿巾出口规模领先。2022 年公司营收同比增长 1.1% 至 10.5 亿元，增速放缓主要系湿巾业务同比下降较多，其中口腔护理产品和一次性卫生用品占营收比分别为 64.2%、35.8%；归母净利润同比增长 30.1% 至 9730.9 万元，主要得益于产品结构优化、原材料成本下降及期间费用的有效管控。

► 行业分析：口腔护理黄金赛道，行业迎来发展新机遇。

市场空间看，据欧睿数据，2017-21 年全球、中国口腔护理行业规模复合增长 3.2%、7.7% 至 515.9 亿美元、521.7 亿元，我国口腔护理行业增速快于全球，随着居民口腔健康的意识增强及品牌端持续的消费者教育，叠加互联网、电商及直播产业快速发展推动下，预计 2026 年中国口腔护理市场规模将复合增长增至 678.1 亿元；产品消费结构看，牙膏、牙刷合计占比超过 90%，是口腔清洁市场的主要品类，而漱口水、电动牙刷等个性化、智能化新品类展现高增潜力，2017-21 年漱口水、电动牙刷分别复合增长 45.7%、27.3% 至 25.0 亿元、90.2 亿元，新品类发展迅速。

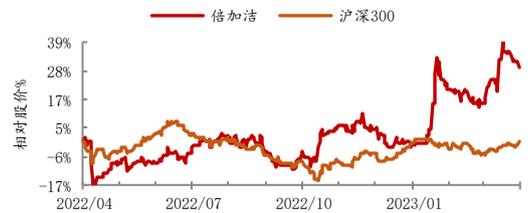
竞争格局看，据欧睿数据，2021 年国内口腔护理行业 CR5 达 49.1%，其中黑人、云南白药和舒克三大国产品牌市占率超 30%，占据主导地位。据尼尔森数据，21 年牙刷线下渠道 CR10 约为 45%，主要代表品牌包括舒克、纳美、狮王、黑人、佳洁士、高露洁等，行业集中度较牙膏低（牙膏 CR10 在 80% 以上），行业内企业规模通常较小且多以代工为主，竞争更为激烈，因而优质的 ODM 龙头有望凭借其深度绑定的优质客户资源及规模&品质优势与客户共生长，持续扩大自身的市场份额。

► 公司优势：品质保障，产销规模化，客户优质

1、口腔护理与一次性卫生护理双轮驱动：公司口腔产品涵盖了牙膏、牙刷、电动牙刷、牙线、牙线签、齿间刷、漱口水、口喷、假牙清洁片、舌刮器、湿巾等全领域；湿巾产品也实现了婴儿、病患、杀菌、宠物清洁、家居清洁等多种应用场景全覆盖，产品远销至东南亚、美洲、欧洲、澳洲、非洲等海外市场。**2、注重研发并参与多项国家标准制定**：公司注重产品的研发投入，积极与口腔护理领域学术单位交流、合作及引进国

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	25.31
股票代码：	603059
52 周最高价/最低价：	28.27/15.5
总市值(亿)	25.32
自由流通市值(亿)	25.32
自由流通股数(百万)	100.05



分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080002

联系人：宋姝旺
邮箱：songsw@hx168.com.cn

际领先技术和设备，自主研发新品，同时建有经 CNAS 认证的研发检测中心，2018-22 年研发费用复合增长 51.1%至 3628.8 万元，研发费用率由 0.9%提升至 3.5%。**3、产销规模化&客户资源优质：**公司具备年产 6.72 亿支牙刷、180 亿片湿巾的生产能力，规模优势突出，在行业中占据重要地位；口腔护理产品方面与重庆登康、薇美姿实业、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系；湿巾方面与 Medline、CARDINAL HEALTH 等客户建立合作关系，优质头部客户合作稳定，为公司带来持续性下游订单需求。

► 成长驱动：内生发力自主品牌建设，外延收购薇美姿提升产业链协同。

内生角度：公司采取线上线下相结合的方式发展自主品牌，线上建立了自媒体运营、微博、微信公众号、抖音等宣传矩阵，并通过主流社交平台 KOL、KOC 种草、达人推广等方式，扩大品牌知名度；线下初步完成各级别城市各渠道的布局，在重点客户（大润发、永辉超市等）、二三线商超及便利店、四五线深分市场拥有上万家渠道网点。

外延角度：2023 年 2 月公司公告拟进一步收购北京君联、北京翰盈持有的薇美姿 16.50%股份，本次交易完成后，公司将持有薇美姿 32.165%的股份，本次收购有利于公司聚焦公司战略方向，提升供应链的协同价值。

投资建议：

公司卡位口腔大健康黄金赛道，是牙刷、湿巾代工的龙头企业，牙刷、湿巾出口规模领先，同时坚持发展自主品牌并通过外延并购等方式持续提升自身竞争力，补齐短板。考虑到公司以牙线签、漱口水、口喷等差异化产品持续渗透消费者，并外延并购发挥产业链最大协同，我们预计公司 23-25 年营收分别为 13.5/16.5/20.3 亿元，23-25 年 EPS 分别为 1.29/1.65/2.06 元/股，参照 2023 年 4 月 17 日收盘价 25.31 元/股，对应 PE 分别为 20 倍、16 倍、12 倍，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

主要原材料价格波动风险，市场竞争风险，汇率波动风险，自有品牌发展不及预期风险，收购薇美姿股权的不确定风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,039	1,050	1,348	1,654	2,029
YoY (%)	25.5%	1.1%	28.4%	22.7%	22.6%
归母净利润(百万元)	75	97	129	165	206
YoY (%)	-2.7%	30.1%	32.6%	27.9%	24.7%
毛利率 (%)	20.6%	24.0%	25.0%	25.2%	25.3%
每股收益 (元)	0.75	0.97	1.29	1.65	2.06
ROE	6.9%	8.4%	10.0%	11.3%	12.4%
市盈率	34.19	26.43	19.88	15.54	12.46

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

一、倍加洁速览：口腔护理领域 ODM 龙头，持续布局口腔大健康赛道	5
1.1 发展历程：二十余年品质专注，深耕口腔护理领域	5
1.2 业务简析：收入稳步增长，盈利受自有品牌拖累略承压	6
二、口腔护理高成长性、其他口腔用品展现高增潜力	8
2.1. 口腔护理黄金赛道，行业迎来发展新机遇	8
2.2 竞争格局：国产品牌占主导地位，牙刷赛道集中度低于牙膏	11
三、核心竞争力：品质保障，产销规模化，客户优质	13
3.1 品质领先，口腔护理与一次性卫生护理双轮驱动	13
3.2 持续加大研发投入，参与多项国家标准制定	14
3.3 规模化产销降本提效，客户资源优质且稳定	15
四、成长看点：内生发力自主品牌建设，外延收购薇美姿实现协同效应	16
4.1 内生：线上线下全渠道营销发力自主品牌建设	17
4.2 外延：追加收购薇美姿 16.5% 股权，提升供应链协同	18
五、盈利预测及投资建议	18
六、风险提示	20

图表目录

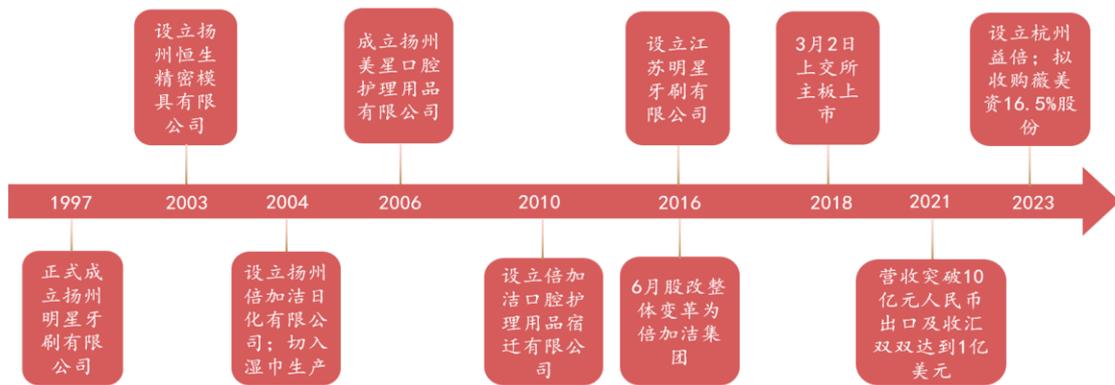
图 1 公司发展历程	5
图 2 股权结构（截至 2022 年年底）	6
图 3 公司激励计划情况	6
图 4 公司营业收入及增速	7
图 5 公司历年归母净利润及增速	7
图 6 公司牙刷湿巾收入占比	7
图 7 公司各产品收入及增速（百万元）	7
图 8 公司境内地区收入划分及占比	8
图 9 公司以 ODM 并兼顾自主品牌模式发展	8
图 10 公司毛利率及净利率情况	8
图 11 公司期间费用率变化	8
图 12 全球口腔护理行业规模及增速	9
图 13 中国口腔护理行业规模及增速	9
图 14 2021 年中国口腔清洁护理用品产品结构	9
图 15 口腔护理行业发展进阶	9
图 16 各国 2 次及 2 次以上刷牙人口占比	10
图 17 中国牙科患者人数及增速情况	10
图 18 中国儿童基础口腔护理产品渗透率情况	10
图 19 中国口腔护理产品进出口金额情况（百万美元）	10
图 20 2020 年各国人均口腔支出对比	11
图 21 口腔政策利好行业	11
图 22 2021 年中国口腔护理行业 CR5 达 49.1%	12
图 23 2021 年中国口腔护理市场份额情况	12
图 24 线下牙刷前 10 品牌销售额份额	12
图 25 2021 年我国牙刷线下渠道销售额 CR10 达 44.7%	12
图 26 我国牙刷行业主要代表品牌/代工企业	13
图 27 公司湿巾技术力与品质力并存	14
图 28 公司产品矩阵	14
图 29 公司口腔护理产品丰富	14

一、倍加洁速览：口腔护理领域 ODM 龙头，持续布局口腔大健康赛道

1.1 发展历程：二十余年品质专注，深耕口腔护理领域

倍加洁是行业知名的口腔清洁护理用品龙头企业之一，二十余年专注于口腔清洁护理用品及一次性卫生用品的研发、生产与销售。公司前身扬州明星牙刷有限公司创立于 1997 年 1 月，04 年开始切入湿巾赛道并设立子公司倍加洁日化，06 年成立子公司美星口腔开始从事其他口腔护理产品的研发生产和销售，不断细化口腔护理产品生产链，2016 年 6 月，公司整体变革为倍加洁集团，并于 2018 年 3 月成功在上海证券交易所挂牌上市。经过二十余年发展，公司形成了以 ODM 为主兼顾自主品牌、国内国外并重的业务格局，从单一牙刷产品转变为涵盖牙刷、牙线、齿间刷、牙线签等口腔清洁护理用品和湿巾等一次性卫生用品的产品布局，已成为国内知名口腔清洁护理用品以及一次性卫生用品生产规模及出口规模领先的企业。

图 1 公司发展历程

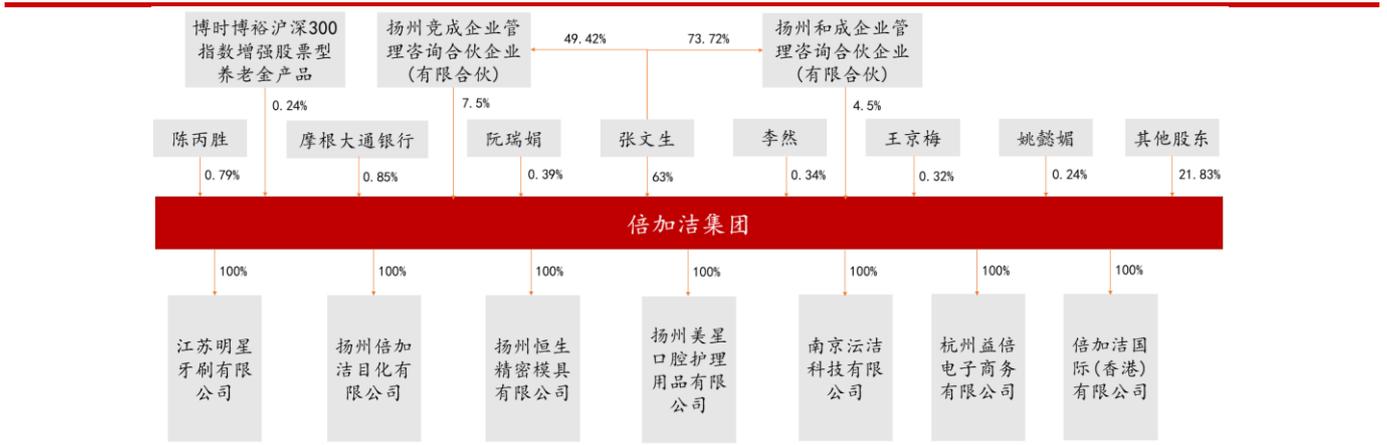


资料来源：招股说明书、公司公告，华西证券研究所

股权清晰集中，决策效率高。截至 2022 年年底，公司创始人张文生直接持股 63%，通过扬州竞成和扬州和成间接持股 7.02%，股权集中度高，决策干扰少，决策落实效率高。公司全资控股恒生精密模具、美星口腔、倍加洁日化、明星牙刷等 7 家子公司，各子公司业务差异化与协同发展并齐；其中子公司杭州益倍电子商务于 2023 年成立，旨在助力公司发展自主品牌。此外，公司管理层有丰富的实业和相关管理经验，均在公司工作多年、陪伴公司成长。

公司于 2021 年公布股票期权激励计划，向包含销售、研发、制造、品质等核心技术人员及相关中高层管理人员在内的 121 名激励对象授予 437.4 万份股票期权，行权价格为 20.80 元。截至 2023 年第一季度，共有 24 名激励对象行权或部分行权，行权比例为 9.60%，激励计划将有利于推动公司持续稳定的业绩增长与战略实现。

图 2 股权结构（截至 2023 年 3 月）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 公司激励计划情况

行权阶段	考核标准	营收目标/是否达成	时间安排	行权比例
第一个行权期	以 2020 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 25%	10.35 亿元 / 已达成	自授予日起 12 个月后的首个交易日起至授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	20% (9.60%已行权)
第二个行权期	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 50%	12.42 亿元 / 待解锁	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第三个行权期	以 2020 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 75%	14.49 亿元 / 待解锁	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	25%
第四个行权期	以 2020 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 100%	16.56 亿元 / 待解锁	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2 业务简析：收入稳步增长，盈利受自有品牌拖累承压

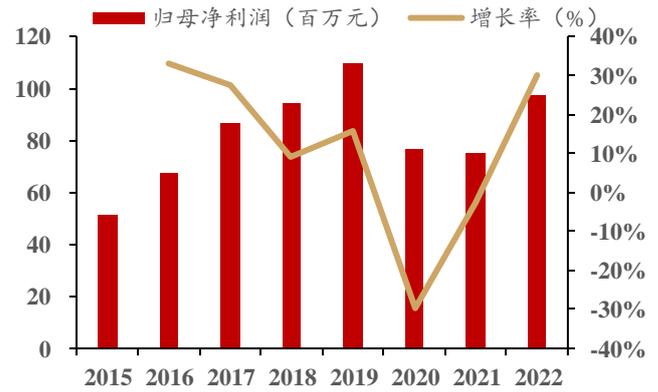
深耕口腔护理领域，营收稳步增长。2015-22 年公司营收复合增长 12.1%至 10.5 亿元，其中 22 年营收同比增速为 1.1%，增速较 21 年放缓主要系 22 年疫情缓解公司湿巾业务同比下降较多影响。归母净利润方面，在 2015-19 年，公司归母净利润由 0.5 亿元复合增长 21.0%至 1.1 亿元，保持较快增长，20 年开始由于公司加大对自有品牌的建设投入，归母净利润出现下滑，22 年公司归母净利润同比增长 30.1%，主要得益于产品结构优化、原材料成本下降及期间费用的有效管控。

图 4 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

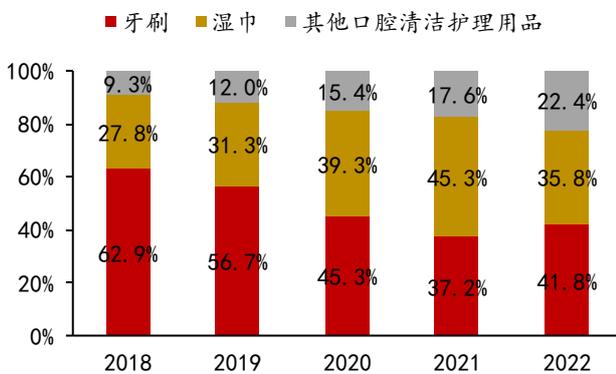
图 5 公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

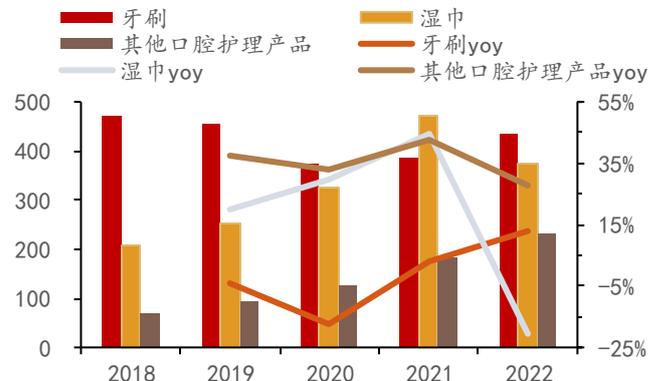
公司业务主要分为口腔护理产品和一次性卫生用品，2022 年二者占营收比分别为 64.2%、35.8%。分产品看，2018-22 年公司牙刷/湿巾/其他口腔清洁护理用品复合增速分别为 -2.0%/15.6%/35.1%，22 年以上业务占主营业务收入比例分别为 41.8%/35.8%/22.4%。公司牙刷业务规模缩减系 19、20 年受疫情影响牙刷销售同比下滑，湿巾业务受疫情影响期间消毒湿巾需求增长拉动维持较快增长，22 年疫情趋缓后消毒湿巾销售下降导致湿巾产品同比下降 20.6%；其他口腔清洁护理用品增速最快主要系数较小且牙线签、口喷等销售较快增长拉动贡献。

图 6 公司牙刷湿巾收入占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 公司各产品收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

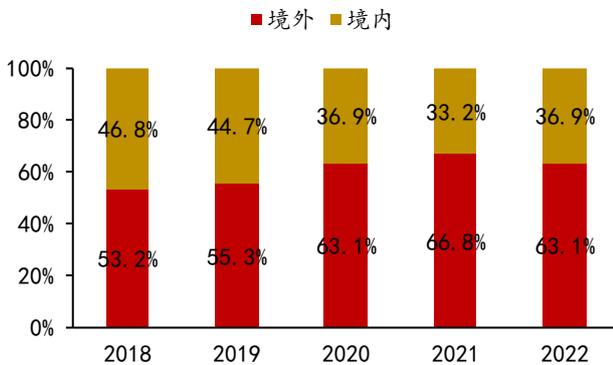
公司形成了以 ODM 为主兼顾自主品牌、国内国外市场并重的业务格局：

分地区看，2018-22 年公司境外、境内营收复合增速分别为 13.2%、2.2%，22 年境外、境内营收占主营业务收入比例分别为 63.1%、36.9%，境外收入增速较快主要系湿巾销量增长贡献，公司湿巾产品出口位居行业前列。公司在海外与美洲、欧洲、东南亚等地区的客户建立了良好的合作关系，主要客户基本保持稳定；国内市场与重庆登康、薇美资实业、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系。

分销售模式看，2019 年公司 ODM 业务、自主品牌业务占比分别为 91.6%、8.4%。国内市场主要包括贴牌销售、自主品牌销售两种模式，自主品牌销售一般包括经销、

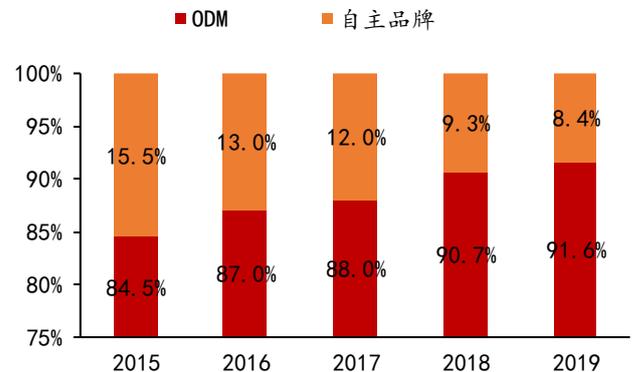
代销和直销模式，前两者主要包括国际性大卖场、本土大型连锁超市、中小型超市、便利店、食杂店等，后者主要是在天猫、京东等电商平台上进行自主品牌直销。

图 8 公司境内地区收入划分及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

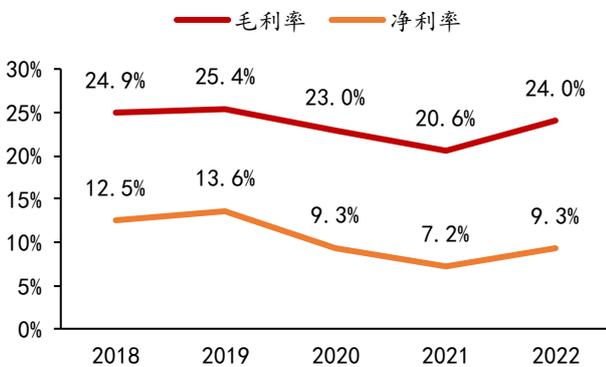
图 9 公司以 ODM 并兼顾自主品牌模式发展



资料来源：公司公告，华西证券研究所

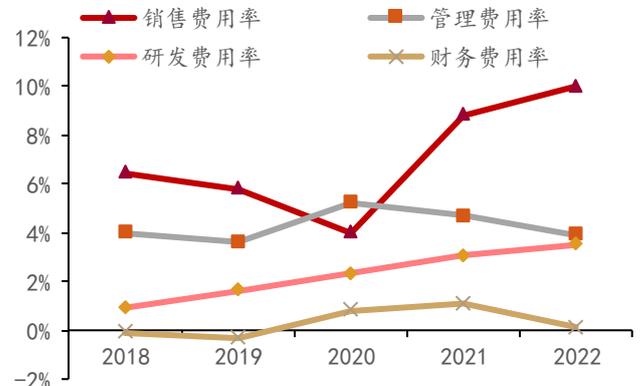
盈利能力方面，公司毛利率均维持 20% 以上的水平，但受成本波动及产能扩张致折旧摊销费用增加等因素影响 20、21 年毛利率略有下滑，22 年随着刷丝、塑料粒子、无纺布等原材料价格下降毛利率有所修复；期间费用方面，近两年公司加大自有品牌建设投入并不断加强研发创新，销售费用率及研发费用率提升均较为明显。公司净利率受毛利率下降叠加期间费用率提升持续走低，我们预计随着自主品牌的壮大放量、原材料价格回落及公司对费用的合理管控，公司毛利率、净利率将持续恢复。

图 10 公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 11 公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

二、口腔护理高成长性、其他口腔用品展现高增潜力

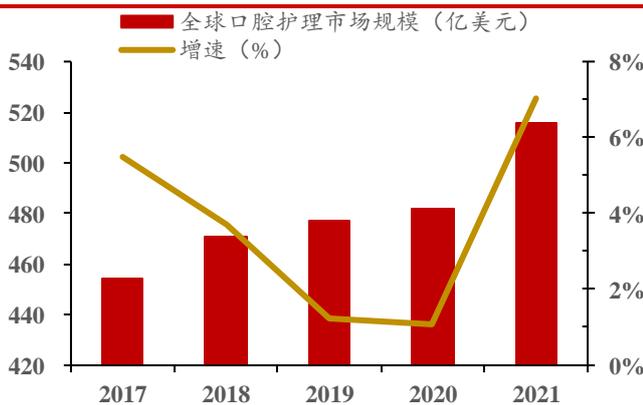
2.1. 口腔护理黄金赛道，行业迎来发展新机遇

口腔护理用品属生活必需品且具备社交属性，其赛道特征呈现：1) 分阶段、精细化、针对性特点：研发针对儿童、成人、旅行人士等不同人群的专用产品，以及

针对牙龈、舌苔、假牙等不同口腔部分的专属产品来解决差异化人群口腔问题；**2) 需求多样化**：消费者口腔护理意识与心智升级推动口腔品类从基础清洁功效到专业护理和形象美观进阶，抗蛀齿、去黄、抗敏、修复、美白、清新口气等满足消费者不同痛点的专业功效产品崛起。

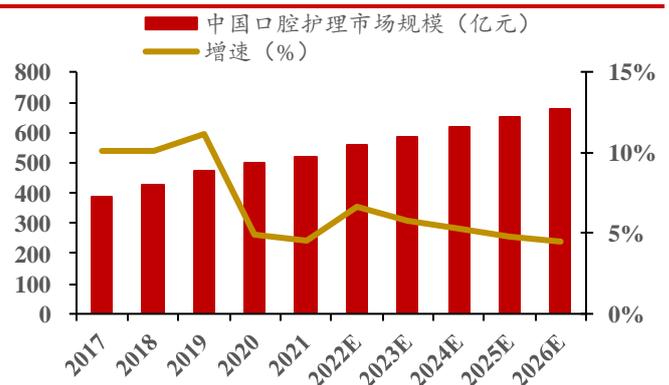
从市场空间看，据欧睿数据，2017-21年全球口腔护理行业规模复合增长3.2%至515.9亿美元，受疫情等因素影响19、20年市场规模增速放缓，21年随疫后全球经济复苏行业迎来较快发展，同比增长7%。我国口腔护理行业增速快于全球，2017-21年市场规模复合增长7.7%至521.7亿元，随着居民口腔健康的意识增强及品牌端持续的消费者教育，叠加互联网、电商及直播产业发展的加持下，预计2026年市场规模将增至678.1亿元，2021-26年复合增速达5.4%。

图 12 全球口腔护理行业规模及增速



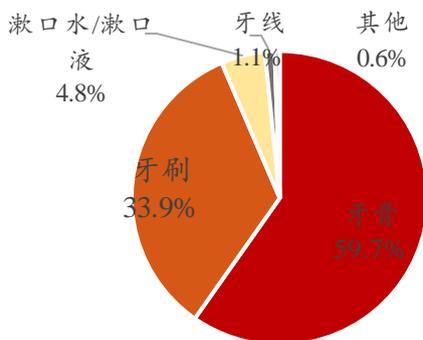
资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 13 中国口腔护理行业规模及增速



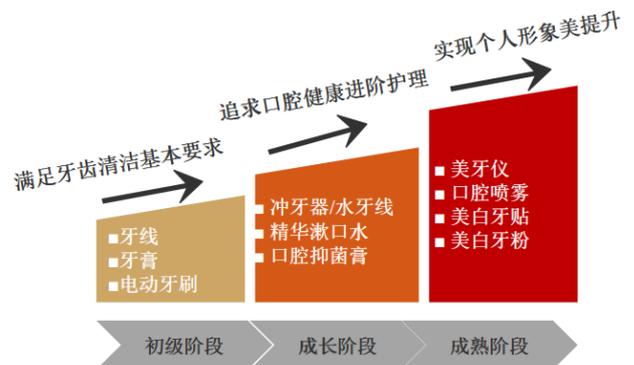
资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 14 2021 年中国口腔清洁护理用品产品结构



资料来源：欧睿，华西证券研究所（零售额口径）

图 15 口腔护理行业发展进阶



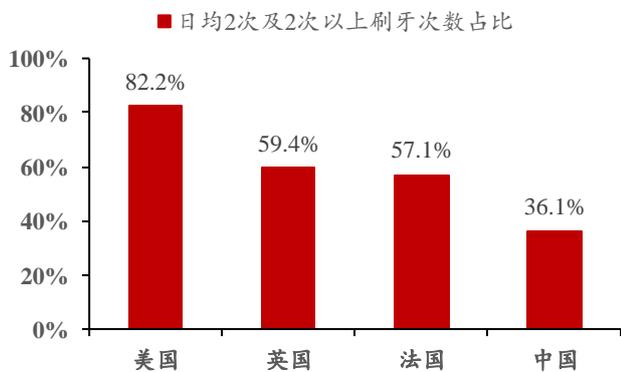
资料来源：公开资料，华西证券研究所

漱口水、电动牙刷等新品类迅速崛起，领涨口腔品类。产品消费结构看，据欧睿数据，2021年牙膏、牙刷（含电动牙刷）、漱口水、牙线等占比分别为59.7%、33.9%、4.8%、1.1%；其中牙膏、牙刷合计占比超过90%，是口腔清洁市场的主要品类，而漱口水、电动牙刷等个性化、智能化新品类展现高增潜力，2017-21年漱口水、电动牙刷分别复合增长45.7%、27.3%至25.0亿元、90.2亿元，新品类发展迅速。

购买人数增长及消费升级为行业主要驱动因素：

量增角度拆解：1) 口腔患者基数大且逐年增长，口腔问题成国民一大健康困扰：据卫健委数据，2021年牙科患者人数同比增长0.4%至7.07亿人，占全国总人口一半，同时随着经济发展、居民生活水平的持续提升，甜食、碳酸饮料等饮食习惯所引发的口腔问题愈发严重，国民口腔健康问题愈发得到重视，推动口腔护理行业规模增长。2) 刷牙频次看，据Statista数据，我国5岁和12岁儿童每天2次刷牙率分别为24.1%、31.9%，成人每天2次刷牙率为36.1%，相较于美国、英国、法国等国家50%以上的刷牙率，仍有较大提升空间。3) 渗透率角度看，据沙利文数据，以儿童基础口腔护理产品渗透率为例，受益于旨在调控12岁儿童龋齿率政策扶持，叠加家长对儿童口腔护理意识增强及品牌端的创新性研发迎合儿童喜好，2016-21年儿童基础口腔产品渗透率由28.4%提升至37.2%。4) 我国口腔护理产品出口金额随口腔行业快速发展逐年增长，据wind数据，2022年我国口腔护理产品出口金额同增5.3%至6.7亿美元、净出口金额同比增长29%至4.2亿美元，出口规模持续扩大。

图 16 各国 2 次及 2 次以上刷牙人口占比



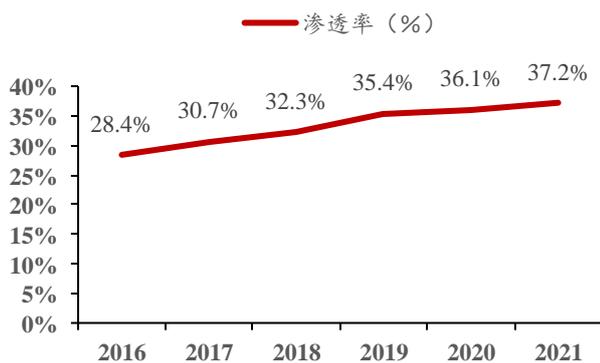
资料来源：Statista, wind, 华西证券研究所

图 17 中国牙科患者人数及增速情况



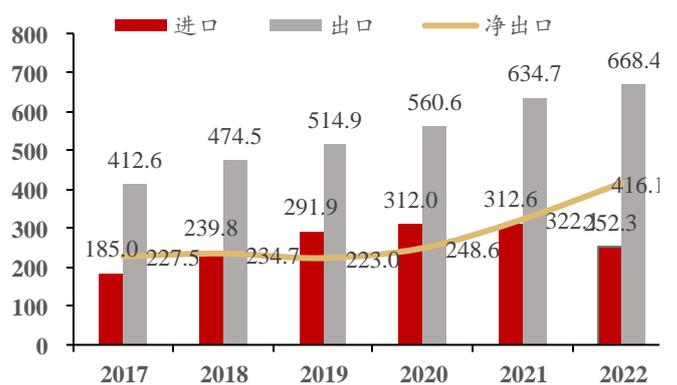
资料来源：卫健委, 华西证券研究所

图 18 中国儿童基础口腔护理产品渗透率情况



资料来源：沙利文, 华西证券研究所

图 19 中国口腔护理产品进出口金额情况 (百万美元)



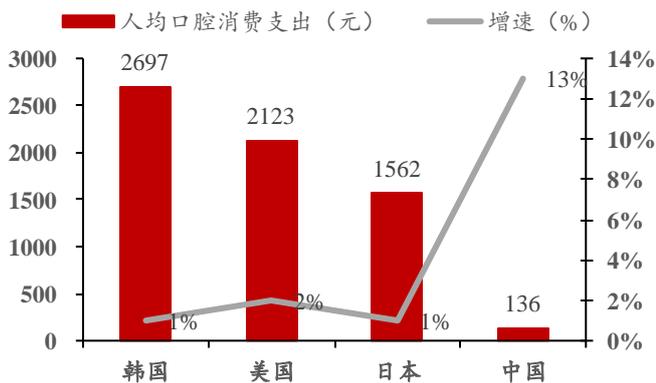
资料来源：wind, 华西证券研究所

价升角度：1) 从人均消费角度看，我国口腔护理行业起步晚，现阶段较国外发展水平仍有一定差距，据头豹研究院数据，我国人均口腔护理消费支出为136元，远

低于韩国 2697 元、美国的 2123 元及日本的 1562 元，但中国居民人均口腔护理消费增速达 13%，高出韩国和日本 13 倍、高出美国 6.5 倍，随着国民心智提升及人均可支配收入持续提高，国内口腔市场体现出巨大的增长潜力。2) **产品多元化&专业化拉升客单值**：随着消费者对清新口气、美白等需求细化和口腔保健心智进阶，不同功效产品提升产品溢价及更为进阶的水牙线、漱口水等新品类崛起，有望拉升客单值。

此外，多项政策持续加强国民口腔保健心智，“十三五”卫生与健康规划把口腔健康纳入常规体检，《中国防治慢性病中长期规划(2017-2025)》把健康口腔纳入“三减三健”专项行动进行开展，《健康口腔行动方案(2019-2025)》更将我国口腔健康问题细化到目标导向、问题导向、需求导向三方面执行，**政策呵护推动口腔赛道升温**。

图 20 2020 年各国人均口腔支出对比



资料来源：头豹研究院，华西证券研究所

图 21 口腔政策利好行业



资料来源：公开资料，华西证券研究所

2.2 竞争格局：国产品牌占主导地位，牙刷赛道集中度低于牙膏

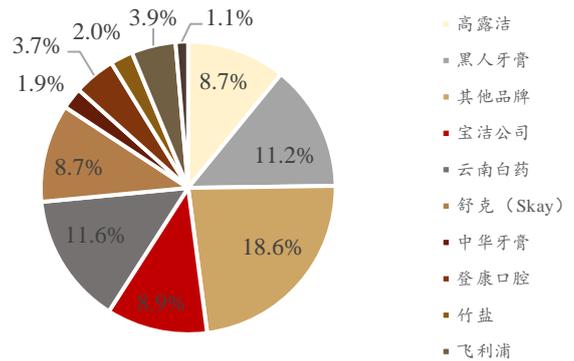
口腔护理行业 CR5 约 50%、国产品牌占主导地位。据欧睿数据，2021 年国内口腔护理行业 CR5 达 49.1%，前五大品牌分别为高露洁、黑人牙膏、宝洁公司、云南白药、舒克，行业集中度较高；其中国产品牌市占率持续提升，2019-21 年黑人、云南白药和舒克三者合计市占率从 30.9% 上升至 31.5%，而国外品牌高露洁、宝洁市占率分别下降 0.5%、0.8%，我们认为国产品牌受益于其灵活的营销、渠道策略，通过更精准的产品定位打造差异化卖点，同时更了解本土消费者需求，不断抢占消费者心智，市占率逐步提升。

图 22 2021 年中国口腔护理行业 CR5 达 49.1%



资料来源：欧睿，华西证券研究所

图 23 2021 年中国口腔护理市场份额情况

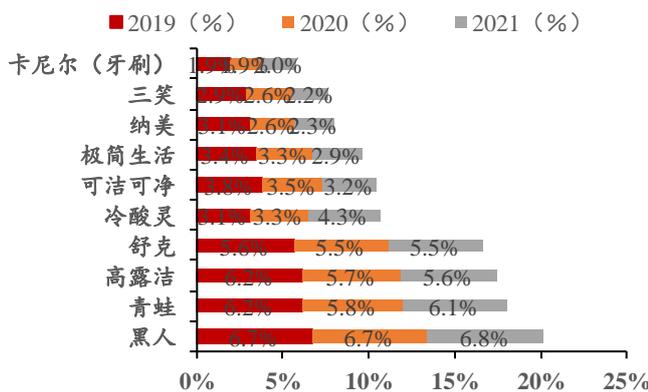


资料来源：欧睿，华西证券研究所

竞争格局看，据尼尔森数据，2019-21 年牙刷前 10 大品牌总体份额占比在 45%左右，行业集中度较牙膏低（牙膏 CR10 在 80%以上），竞争更为激烈；我们分析，牙膏产品需求呈专业化和多样化，企业多以技术研发创新为基础并依托民族品牌文化提升产品辨识度，提升了企业在牙膏细分市场的市占率，品牌效应下市场集中度不断加深；而牙刷属劳动密集型产业，进入门槛相对较低，生产企业大多数规模相对较小、产品档次和质量参差不齐，且各大品牌多以 ODM 代工为主来保障稳定供应，因为消费者对牙刷品类品牌意识较牙膏低，国内牙刷品牌的市场份额就相对较弱。

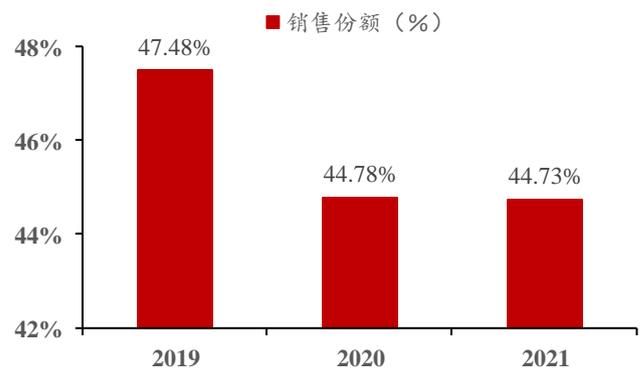
线下牙刷市场品牌销售份额看，黑人市场份额一直排在首位，2019-21 年的销售份额占比均在 6.7%以上水平，青蛙、高露洁和舒克销售额紧随其后，2021 年占比依次为 6.1%、5.6%、5.5%。目前我国牙刷行业主要代表品牌包括舒克、纳美、狮王、黑人、佳洁士、高露洁等，而代工企业包括倍加洁、高露洁三笑、三峰牙刷、三椒口腔、晨洁日化等；结合智研咨询及公司 2020 年年报数据测算，20 年全国牙刷 96.3 亿支，倍加洁牙刷产量超 3.0 亿支、占总产量的 3.2%，20 年全国牙刷表观需求量为 49.7 亿支，倍加洁牙刷销量超 3.2 亿支、约占市场表观需求量的 6.5%，同时公司牙刷出口量常年领先。

图 24 线下牙刷前 10 品牌销售份额



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

图 25 2021 年我国牙刷线下渠道销售 CR10 达 44.7%



资料来源：尼尔森，华西证券研究所

图 26 我国牙刷行业主要代表品牌/代工企业

企业名称	品牌名称	概述	牙刷	价格	代工企业	代工品牌	自有品牌
广州薇美姿实业有限公司	舒克	口腔护理专家		高密护龈牙刷 19.9/2 支	倍加洁	舒克、冷酸灵、云南白药、纳爱斯、屈臣氏	倍加洁
杭州纳美科技有限公司	纳美	抗菌护士，护龈专家		磨尖丝宽头软毛牙刷 19.9/6 支	三椒口腔	云南白药、青蛙王子	竹盐、碳洁士等
日本狮王株式会社	狮王	力争成为提供舒适生活行业中的 NO.1		细齿洁宽薄牙刷 35.8/2 支	三笑	-	高露洁
好来化工(中山)有限公司	黑人	在海内外拥有超过 50 款产品，已经成长为业界标杆		T59 密护龈牙刷 19.9/2 支	好来化工	-	黑人
宝洁公司	佳洁士	获得中华医学会和中华口腔医学会的验证、认可		天鹅绒护龈牙刷 29.9/2 支	三峰刷业	?	尚口清、cobor、舒适风
高露洁棕榄有限公司	高露洁	公司是全球领先的日用品消费公司		宽柔绵绵丝牙刷 32.9/2 支	雪洁日化	-	青蛙、青蛙贝贝
江苏晨洁日化有限公司	晨洁	以“健康每一天”为宗旨，并推出一系列的与口腔护理相关的附属产品		极简款 16.9/4 支	晨洁日化	沃尔玛、山姆、北京华联、乐天玛特、华润万家、家乐福等	晨洁、爽博士

资料来源：观研天下、淘宝、各公司公告、公开资料，华西证券研究所

三、核心竞争力：品质保障，产销规模化，客户优质

3.1 品质领先，口腔护理与一次性卫生护理双轮驱动

深耕口腔护理领域，不断创新打造丰富多元的产品矩阵。公司产品涵盖牙膏、牙刷、电动牙刷、牙线、牙线签、齿间刷、漱口水、口喷、假牙清洁片、舌刮器、湿巾等，目前牙刷系列已构建起覆盖幼儿、儿童、成人全生命周期的产品，其中明星产品有整束牙刷、纳米抗菌牙刷、宽头牙刷、秸秆牙刷、炭丝刷毛牙刷等，品类丰富，公司亦先后参与多项口腔护理产品国家标准的制定。

湿巾业务方面，公司拥有 19 年湿巾制造专业经验，湿巾产品出口量长期位于国内前三，湿巾产品也实现了涵盖了婴儿、病患、杀菌、宠物清洁、家居清洁等多种应用场景，产品远销至东南亚、美洲、欧洲、澳洲、非洲等海外市场；同时倍加洁日化也是美国医疗市场湿巾的主流供应商之一，销往美国的 OTC 类医用湿巾产品均严格遵守美国 FDA《联邦规章典籍》第 21 篇中相关的篇章和美国药典等法规标准要求。2020 年及 2021 年倍加洁日化先后荣获“全国卫生和母婴用品行业湿巾综合竞争力十强企业”和“2021 年度全国卫生和母婴用品擦拭材料综合竞争力十强企业”称号。

图 27 公司湿巾技术力与品质力并存



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 28 公司产品矩阵



资料来源：公司官网、公司公告，华西证券研究所

图 29 公司口腔护理产品丰富



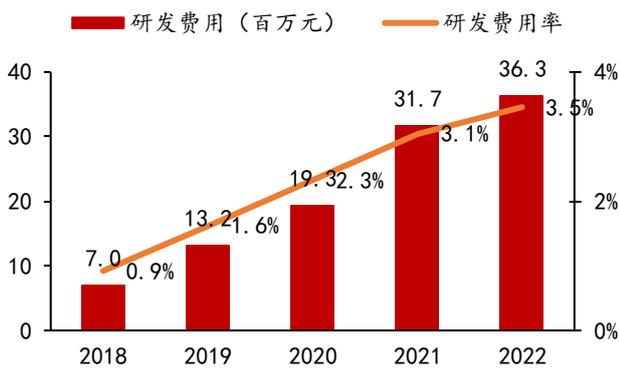
资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.2 持续加大研发投入，参与多项国家标准制定

公司拥有 200 多名研发人员及技术人员，拥有 220 余项具有自主知识产权的各类专利并积累了多项核心配方和专有技术，形成生产一批、开发一批和存储一批的梯次发展格局。公司注重产品的研发投入，积极与口腔护理领域学术单位交流、合作及引进国际领先技术和设备，自主研发新品，同时建有经 CNAS 认证的研发检测中心，2018-22 年研发费用复合增长 51.1% 至 3628.8 万元，研发费用率由 0.9% 提升至 3.5%。

公司全资子公司恒生模具是国家高新技术企业，其建立了完善的研发管理体系，具备年产 200 套各类模具和治具的能力，为市场拓展和生产的稳定性提供充足保障。此外，公司亦主导和参与多项国家标准、行业标准的制定，积累了大量行业知识和经验。

图 30 公司持续加大研发投入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 参与起草国内首份《电动冲牙器》团体标准

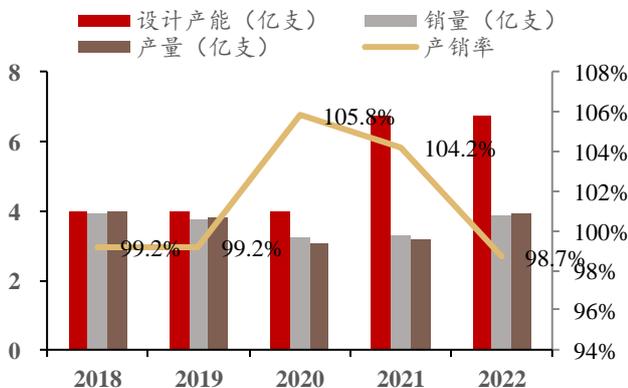
标准名称	标准号	归口单位/发表单位
《电动牙刷一般要求和检测方法》	GB/T 40362-2021	中国轻工业联合会
《牙刷及口腔器具安全通用技术要求》	GB 39669-2020	工业和信息化部
《电动冲牙器》	T/CHEAA 0014-2020	中国家用电器协会
《手动牙刷刷头》	GB/T 36992-2019	全国口腔护理用品标准化技术委员会
《抗菌牙刷》	GB/T 36391-2018	全国口腔护理用品标准化技术委员会
《牙刷》	GB 19342-2013	工业和信息化部
《儿童牙刷》	GB 30002-2013	工业和信息化部
《磨尖丝牙刷》	GB 30003-2013	工业和信息化部
《牙刷用磨尖丝》	QB/T 4543-2013	全国口腔护理用品技术委员会牙刷分技术委员会

资料来源：公司官网、公司公告，华西证券研究所

3.3 规模化产销降本提效，客户资源优质且稳定

生产方面保障稳定供应，公司坐落具有“牙刷之都”的扬州市杭集镇，这里聚集了高露洁三笑、倍加洁、晨洁日化等大量牙刷生产及配套企业，产业链协同效应显著，成本优势突出。截至 2022 年公司已具备年产 6.72 亿支牙刷、180 亿片湿巾的生产能力，规模优势突出，在行业中占据重要地位。公司牙刷产销率保持较高水平，2020 年产销率突破 100%，但随着 2021 年公司牙刷产能扩张项目落地，牙刷产能由 4 亿支/年提升至 6.72 亿支/年，产能瓶颈得以缓解，为公司中长期发展提供保障。

图 32 公司牙刷产品产销情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 33 倍加洁湿巾产品产销情况

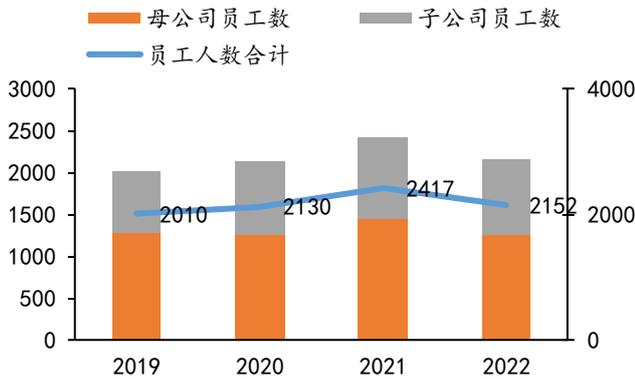


资料来源：公司官网、公司公告，华西证券研究所

持续开展自动化减员，生产效率进一步提升。公司持续开拓创新，优化设备、工艺以及流程，形成注塑注胶自动化、双色注塑、四色注胶、热流道等方面专业技术，提高生产效率实现降本增效。同时，公司持续推进自动化项目实现减员增效，2022 年制造中心实施了牙刷理柄机、片剂罐装机设备优化、自动覆膜机等相关项目共计 30 余项，共计减员 171 人；核心产品牙刷计划准期交付能力提升明显由 21 年的 74% 提升至 22 年的 91%，得益于自动化程度的不断提升，22 年员工总数较 21 年缩减 265 人，成本不断优化。

积累优质客户资源，聚焦大客户开发，拓展业务合作边界。口腔护理产品方面，公司与重庆登康、薇美姿实业、云南白药、屈臣氏等重点客户建立了合作关系；湿巾方面，公司与 Medline、CARDINAL HEALTH 等客户建立合作关系，优质头部客户合作稳定，为公司带来持续性下游订单需求。22 年前五名客户销售额 3.46 亿元，占年度销售总额 32.92%，公司维护现有客户的同时坚持大客户开发战略，22 年新增 4 个山头客户，伴随着下游大客户持续成长及新客户陆续开拓，公司作为其重要供应商有望充分受益于下游需求增长，实现业绩的可持续发展。

图 34 公司员工人数持续优化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 35 公司前五大客户销售额及占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 公司口腔护理及湿巾业务主要客户

	口腔客户					
代工品牌	登康口腔	薇美姿	云南白药	纳爱斯	狮王	屈臣氏
LOGO						
营收规模 (亿元)	13.13	16.16 (2020年)	60.30	-	-	-
代工品类	牙刷、漱口水	牙刷、牙膏	牙刷	牙刷	牙刷	牙刷、牙线、牙签等
	湿巾业务					
代工客户	Medline	Owens&Minor	Cardinal Health			
LOGO						
自有品牌	倍加洁		HEY PERFECT			
LOGO						

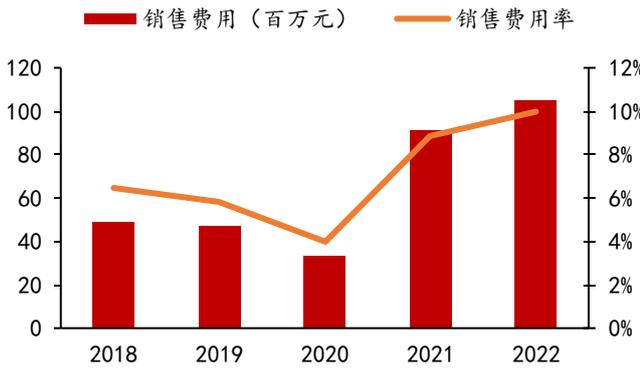
资料来源：公司公告，华西证券研究所

四、成长看点：内生发力自主品牌建设，外延收购薇美姿实现协同效应

4.1 内生：线上线下全渠道营销发力自主品牌建设

2020 年公司设立上海益生电子商务有限公司开始发力自主品牌建设，2021 年注册“HEY PERFECT”等商标，2021 年 5 月倍加洁正式启动品牌升级战略，同时宣布邀请新生代偶像 THE-9 刘雨昕担任品牌代言人，传递出“益口就清昕”的口腔健康宣言，以迎合 Z 世代消费者健康美感、活力自我的健康新需求；由于持续的自有品牌营销投入，2021 年公司销售费用同比增长 177.7%至 9157.7 万元，销售费用率也由 2020 年的 4.0%提升至 2021 年的 8.8%，2022 年公司销售费用率进一步提升至 10.0%。

图 37 2018-22 年公司销售费用复合增长 21.1%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 38 倍加洁携手 THE-9 刘雨昕 让微笑更有实力



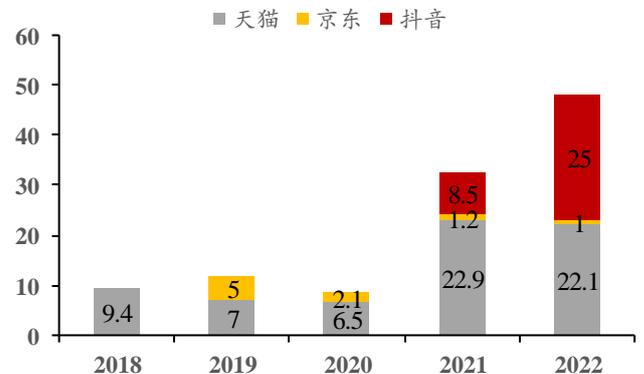
资料来源：公开资料，华西证券研究所

图 39 倍加洁线上牙刷、牙线月度销售额增速情况



资料来源：久谦中台，华西证券研究所

图 40 倍加洁自主品牌线上营收情况（百万元）



资料来源：久谦中台，华西证券研究所

2023 年 2 月公司设立杭州益倍电子商务有限公司，借助杭州良好电商经营环境，拓宽电商销售渠道，提升公司品牌知名度，培育新的利润增长点，同时计划开展自有品牌海外试水，拓展海外渠道和空白区域。公司采取线上线下相结合的方式发展自主品牌：1) 线上建立了自媒体运营、微博、微信公众号、抖音等宣传矩阵，并通过主流社交平台 KOL、KOC 种草、达人推广等方式，扩大品牌知名度；据久谦中台数据，2022 年公司自有品牌线上销售额为 4854.7 万元，同比增长 47.6%，2018-22 年复合增长率为 50.4%，未来随着电商渠道快速发展及公司电商平台持续发力，自有品牌线上

销售额有望快速增长。2) 线下扩大分销渠道，初步完成各级别城市各渠道的布局，公司在重点客户（大润发、永辉超市等）、二三线商超及便利店、四五线深分市场拥有上万家渠道网点。

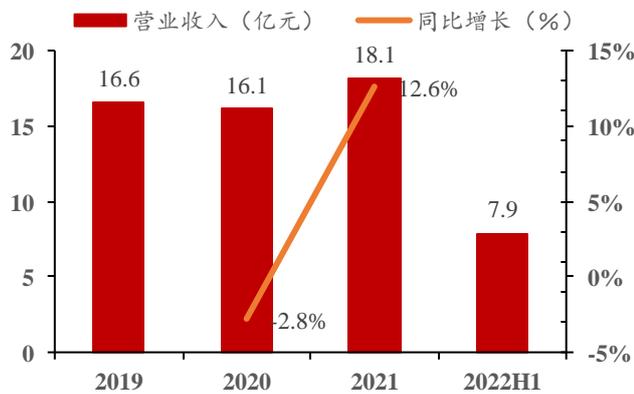
4.2 外延：追加收购薇美姿 16.5%股权，提升供应链协同

2023年2月公司拟进一步收购北京君联、北京翰盈持有的薇美姿 16.50%股份，本次交易完成后，公司将持有薇美姿 32.165%的股份。倍加洁确立“口腔大健康+”战略发展方向，本次收购有利于公司聚焦公司战略方向，提升供应链的协同价值。

薇美姿是国内领先的口腔护理用品提供商，旗下“舒客”和“舒客宝贝”享有高知名度，根据弗若斯特沙利文的资料，2021年薇美姿以 4.8%市场份额在口腔护理市场排名第 4，以 10.4%的市场份额在美白牙膏市场排名第 1，以 2.8%的市场份额在电动口腔护理市场排名第五。**薇美姿已建立全渠道销售及经销网络，产品遍布全国各省市、乡镇。**1) 公司具备较强的线上多平台运营能力，覆盖包括天猫、京东、拼多多及其他主流电商平台以及抖音及小红书等其他新兴线上渠道，截止 2021Q3，公司线上渠道包括 32 家自营店铺及 48 家线上经销商；其中线上自营渠道发展迅速，占营收比由 2019 年 17.4%提升至 2021Q3 的 24.4%，占比提升迅速。2) **线下渠道拥有 602 名线下经销商**，遍及中国 22 个省份、4 个直辖市以及 5 个自治区，产品已全面进入沃尔玛、家乐福、永旺、大润发、永辉、欧尚、卜蜂莲花等国际、国内大型连锁卖场，实现了 KA 卖场、大型百货店、化妆品连锁渠道、县乡镇门店全方位的零售业态。

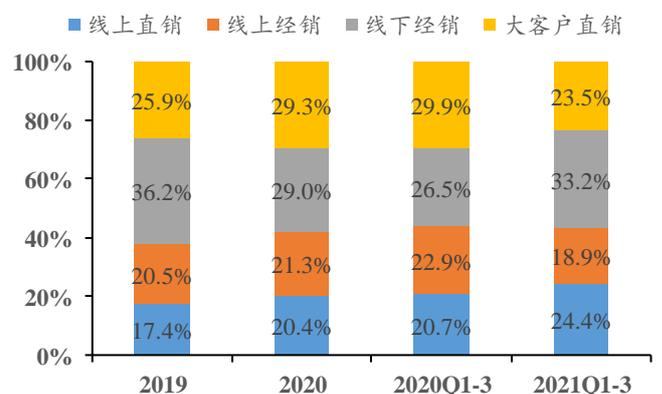
我们认为，薇美姿强大的 C 端市场正是倍加洁布局自主品牌所需要的，对于以 ODM 模式为主的倍加洁需要丰富的市场营销经验和有影响力的品牌助力，而对于薇美姿而言，其从牙膏延伸到牙刷、漱口水等领域需要稳定的工厂及资金支持，倍加洁有望助力其降低生产成本同时优化供应能力，截至 2021Q3，薇美姿自倍加洁集团的采购额占其总采购成本的 7.3%，我们认为双方合作有望加强彼此在产业链方面的协同。

图 41 薇美姿收入情况



资料来源：公司公告、薇美姿招股说明书，华西证券研究所

图 42 薇美姿各销售渠道占比情况



资料来源：薇美姿招股说明书，华西证券研究所

五、盈利预测及投资建议

基本假设：

收入端：疫情结束，线下活动增加，牙刷产品销量逐渐恢复疫情前水平，同时随着新投牙刷产能逐渐爬坡产能瓶颈缓解，公司亦不断拓展海内外大客户，假设2023-25年牙刷营收增速为33.9%/20.6%/20.4%，则2023-25年牙刷营收预计为5.8/7.0/8.5亿元；湿巾业务由于消毒湿巾需求有所下滑，但随着卫生意识提升，湿巾业务有望稳步增长，假设2023-25年湿巾营收增速为8.1%/23.6%/23.6%，则2023-25年湿巾营收预计为4.0/5.0/6.2亿元；其他口腔护理产品受益于牙线、漱口水等新品类的快速增长及自有品牌的推广，预计2023-25年其他口腔护理产品营收增速为50.0%/25.0%/25.0%，则2023-25年营收预计为3.5/4.4/5.5亿元。

盈利端：我们预计随着牙线、口喷等原材料占比较小的业务增长提速，及公司自主品牌的壮大放量，毛利率有望持续提升，预计公司2023-25年毛利率分别为24.0%、24.2%、24.5%。

费用率：公司加大自主品牌营销同时不断推进线上平台精细化运营，销售费用率预计将小幅提升；管理费用率随着自动化程度提升预计将有所优化；研发费用率随公司规模扩张保持相对稳定或小幅下降。

公司卡位口腔大健康黄金赛道，是牙刷、湿巾代工的龙头企业，牙刷、湿巾出口规模领先，同时坚持发展自主品牌并通过外延并购等方式持续提升自身竞争力，补齐短板。考虑到公司以牙线签、漱口水、口喷等差异化产品持续渗透消费者，并外延并购发挥产业链最大协同，我们预计公司23-25年营收分别为13.5/16.5/20.3亿元，23-25年EPS分别为1.29/1.65/2.06元/股，参照2023年4月17日收盘价25.31元/股，对应PE分别为20倍、16倍、12倍，首次覆盖，给予买入评级。

图 43 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1038.6	1049.9	1348.2	1654.5	2029.2
yoy	25.5%	1.1%	28.4%	22.7%	22.6%
毛利率	20.6%	24.0%	24.0%	24.2%	24.5%
牙刷	386.2	436.1	583.9	704.2	847.6
yoy	3.0%	12.9%	33.9%	20.6%	20.4%
占比	37.2%	41.5%	43.3%	42.6%	41.8%
湿巾	470.0	373.3	403.4	498.6	616.2
yoy	44.6%	-20.6%	8.1%	23.6%	23.6%
占比	45.3%	35.6%	29.9%	30.1%	30.4%
其他口腔护理	182.3	233.0	349.4	436.8	546.0
yoy	42.6%	27.8%	50.0%	25.0%	25.0%
占比	17.6%	22.2%	25.9%	26.4%	26.9%
其他业务	0.0	7.6	11.4	14.9	19.3
yoy	-96.9%	257920.9%	50.0%	30.0%	30.0%
占比	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 44 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2023/4/17	2023/4/17	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
中顺洁柔	002511.SZ	11.52	154	0.28	0.46	0.59	41	25	20
珀莱雅	603605.SH	172.30	489	2.49	3.43	4.30	69	50	40
百亚股份	003006.SZ	19.45	84	0.42	0.57	0.70	46	34	28
蒙悦护理	605009.SH	47.60	74	2.56	3.26	3.90	19	15	12
洁雅股份	301108.SZ	38.13	31	2.02	2.24	2.62	19	17	15
平均值							39	28	23
倍加洁	603059.SH	25.31	25.32	0.97	1.29	1.65	26	20	15

资料来源: wind, 华西证券研究所

六、风险提示

主要原材料价格波动风险: 公司产品主要原材料包括刷丝、无纺布、塑料粒子、胶料、PVC/PET 片材等与国际原油价格关联性较高。原油是国际大宗原材料, 价格受经济周期、国际政治形势影响明显, 波动幅度较大, 若未来公司主要原材料价格上涨, 将降低公司的盈利水平。

市场竞争风险: 口腔清洁护理用品因行业门槛相对较低, 生产企业大多数规模较小、产品档次和质量较低、营销能力和产品开发能力有限, 若未来行业竞争加剧, 公司在产品品质、交货时间和服务水平等方面不能持续满足客户需求, 可能会面临客户资源流失、市场份额下降的风险。

汇率波动风险: 外销业务中公司采取的主要结算货币为美元, 人民币汇率波动直接影响到公司外销产品的销售价格, 进而影响公司业绩。

自有品牌发展不及预期风险: 若自有品牌发展不及预期可能会拖累公司业绩。

收购薇姿股权的不确定风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,050	1,348	1,654	2,029	净利润	97	129	165	206
YoY (%)	1.1%	28.4%	22.7%	22.6%	折旧和摊销	73	61	65	69
营业成本	798	1,011	1,238	1,516	营运资金变动	7	-3	-28	-24
营业税金及附加	6	9	11	13	经营活动现金流	151	149	156	193
销售费用	105	135	165	203	资本开支	-69	0	0	0
管理费用	41	49	58	71	投资	-23	0	0	0
财务费用	1	2	0	-2	投资活动现金流	-82	40	50	61
资产减值损失	-2	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	18	40	50	61	债务募资	8	0	0	0
营业利润	113	151	193	241	筹资活动现金流	-14	-3	-3	-3
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	54	187	203	251
利润总额	113	151	193	241	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	16	22	28	35	成长能力				
净利润	97	129	165	206	营业收入增长率	1.1%	28.4%	22.7%	22.6%
归属于母公司净利润	97	129	165	206	净利润增长率	30.1%	32.6%	27.9%	24.7%
YoY (%)	30.1%	32.6%	27.9%	24.7%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.97	1.29	1.65	2.06	毛利率	24.0%	25.0%	25.2%	25.3%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率率	9.3%	9.6%	10.0%	10.1%
货币资金	127	314	516	767	总资产收益率 ROA	6.1%	6.7%	8.1%	8.3%
预付款项	8	12	15	19	净资产收益率 ROE	8.4%	10.0%	11.3%	12.4%
存货	145	220	220	319	偿债能力				
其他流动资产	227	354	331	480	流动比率	1.38	1.58	2.07	2.11
流动资产合计	507	900	1,083	1,585	速动比率	0.96	1.17	1.62	1.66
长期股权投资	98	98	98	98	现金比率	0.34	0.55	0.99	1.02
固定资产	462	401	335	267	资产负债率	26.5%	32.5%	28.3%	32.5%
无形资产	27	27	27	27	经营效率				
非流动资产合计	1,079	1,017	952	883	总资产周转率	0.67	0.77	0.84	0.90
资产合计	1,586	1,917	2,035	2,468	每股指标 (元)				
短期借款	141	141	141	141	每股收益	0.97	1.29	1.65	2.06
应付账款及票据	167	347	283	489	每股净资产	11.65	12.93	14.58	16.64
其他流动负债	60	82	99	121	每股经营现金流	1.51	1.49	1.56	1.92
流动负债合计	368	570	522	750	每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	53	53	53	53	PE	26.43	19.88	15.54	12.46
非流动负债合计	53	53	53	53	PB	1.64	1.98	1.76	1.54
负债合计	421	623	576	803					
股本	100	100	100	100					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1165	1294	1459	1665					
负债和股东权益合计	1,586	1,917	2,035	2,468					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，7年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，1年从业经验，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。