

薇美姿：港股国货牙膏第一股，聚焦口腔护理新赛道

——薇美姿招股说明书详解

郭彬 研究院

guobin@tpyzq.com

执业资格证书编号：

S119051909001

2022年3月7日

薇美姿所处的行业是口腔护理产品行业，致力于通过一站式及多元化的产品改善消费者口腔健康及卫生，主要产品类别分别为成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理及专业口腔护理。旗下拥有舒客和舒客宝贝两大核心品牌，主打产品包括牙膏、手动牙刷、电动牙刷、洗牙器、漱口水、牙线以及其他产品。

图表：公司的部分产品类别



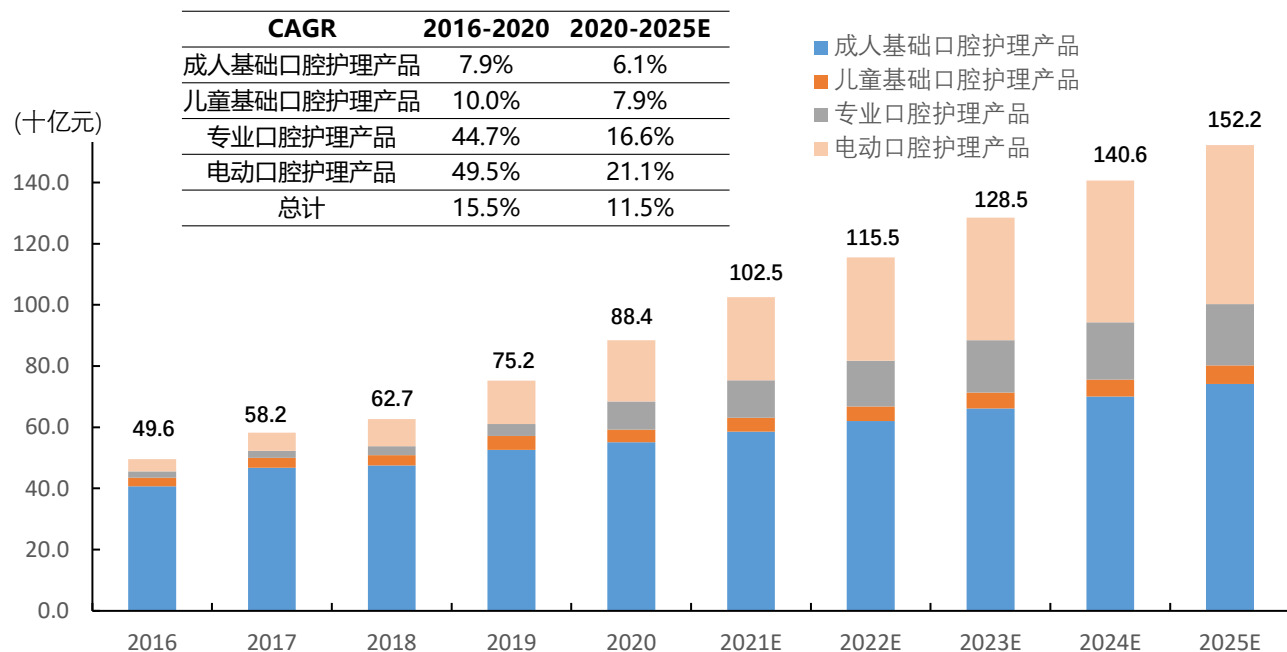
资料来源：公司官网，太平洋证券

1.2 口腔护理行业快速发展

口腔护理市场规模为884亿元，2016-2020CAGR为15.5%。中国口腔护理市场规模稳步增长，2020年市场规模为884亿元。随着多元产品的渗透率提升和消费升级，未来5年的CAGR预计为11.5%，2025E的市场规模将达到1522亿元。

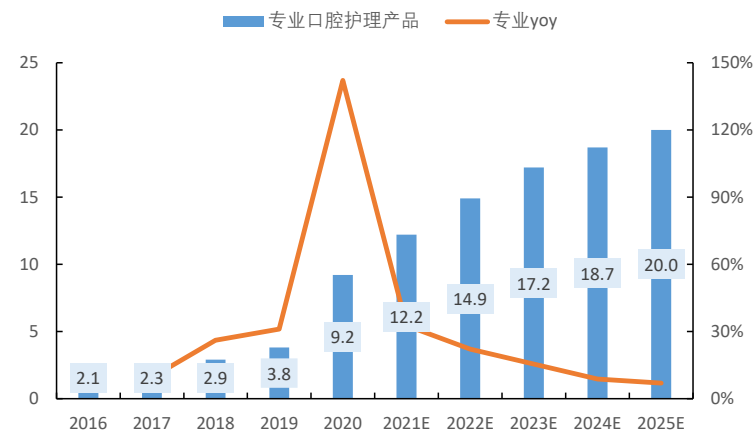
电动口腔和专业口腔护理高速增长，预计2025年市场规模分别为520/200亿元，对应2020-2025E的CAGR分别为21.1%/16.6%。

图表：中国口腔护理市场零售额（按产品类型划分）



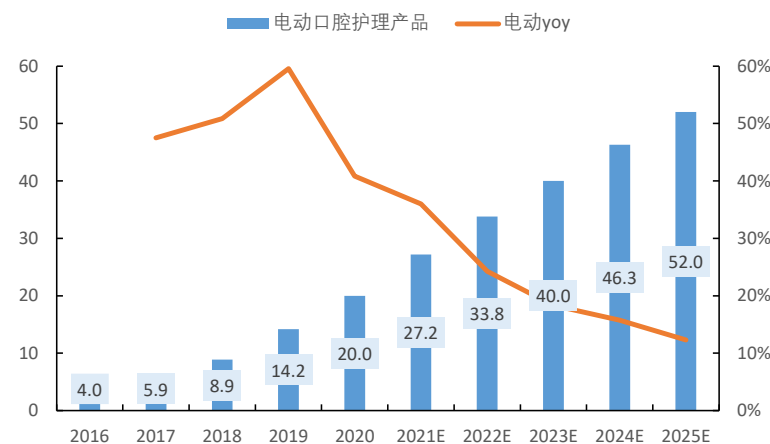
资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：专业口腔护理产品零售额（十亿元）



资料来源：招股说明书

图表：电动口腔护理产品零售额（十亿元）



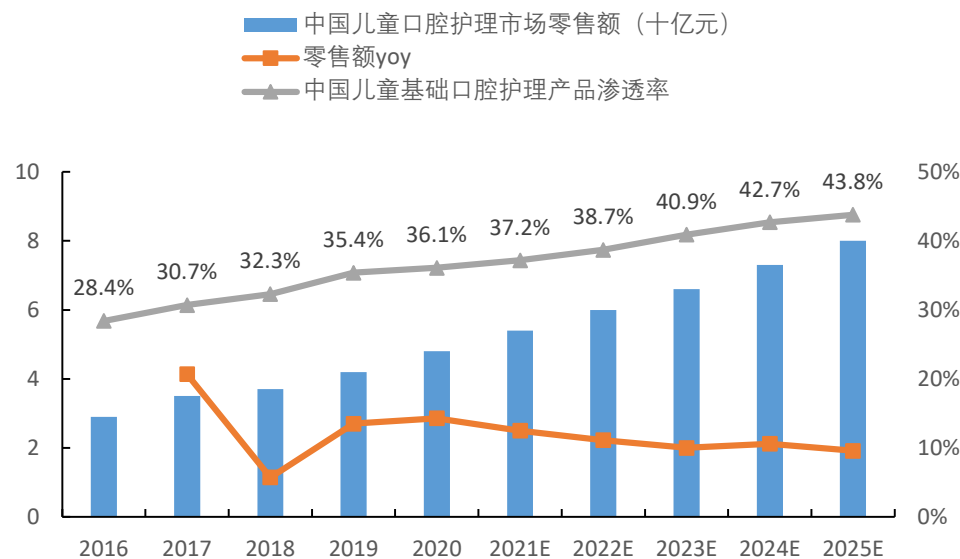
资料来源：招股说明书

1.2 儿童&电动口腔护理赛道渗透率提升

儿童口腔护理市场的市场规模48亿元，2016-2020CAGR为13.4%，渗透率持续提升。儿童口腔护理市场稳步增长，市场规模由2016年的29亿元增长至2020年的48亿元，预计2020-2025E的CAGR为10.8%，2025E的市场规模达到80亿元。儿童基础口腔护理产品的渗透率由2016年的28.4%提升至2020年的36.1%，并将进一步提升，预计2025达到43.8%。

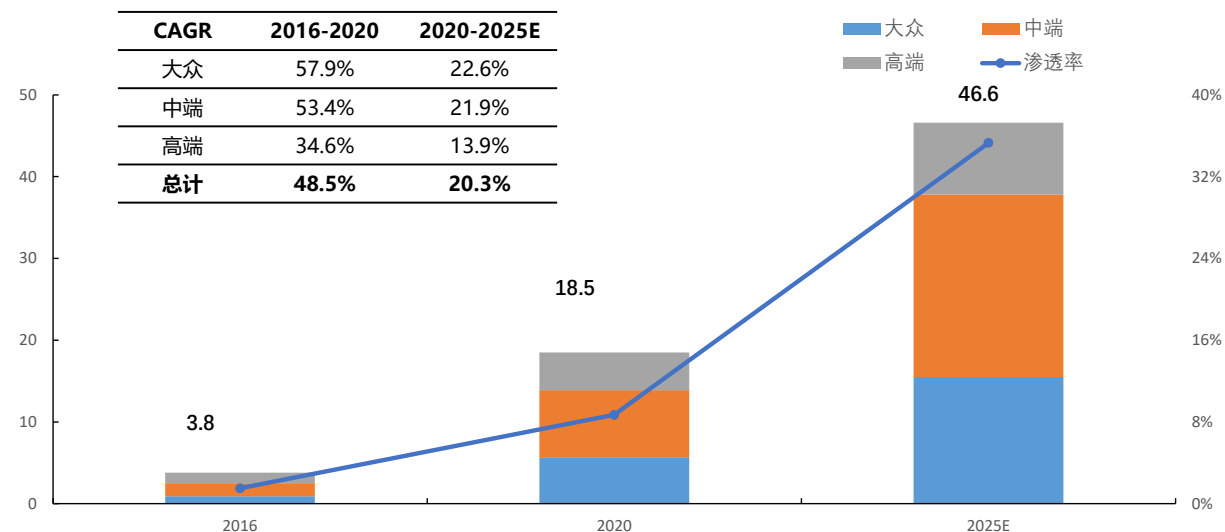
电动牙刷市场处于发展初期，市场渗透率低，行业快速发展。中国电动牙刷市场2016-2020CAGR为48.5%，2020年电动牙刷的市场规模为185亿元，预计2025年市场规模达到466亿元。行业渗透率有2016年的1.5%提升至2020年的8.7%，仍处于较低水平，随着公众口腔健康意识的增强和购买力提升，渗透率有望在2025年达到35.3%。

图表：中国儿童口腔护理市场的零售额（十亿元）及渗透率



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：中国电动牙刷市场的零售额（十亿元）

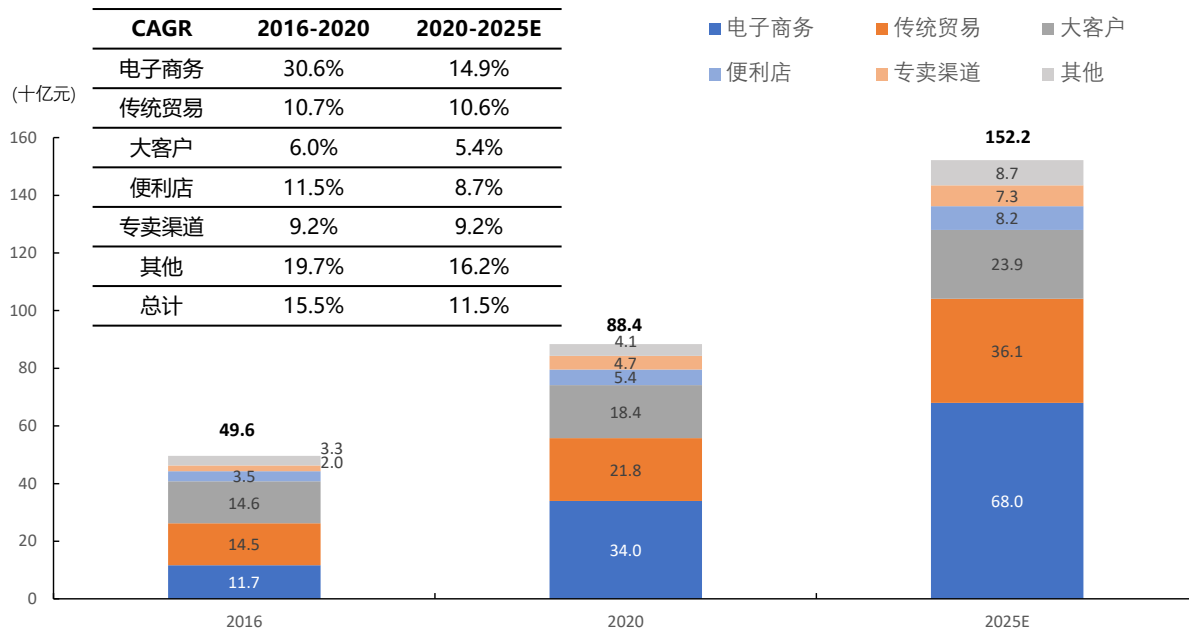


资料来源：招股说明书，太平洋证券

1.2 电子商务已成为主要渠道

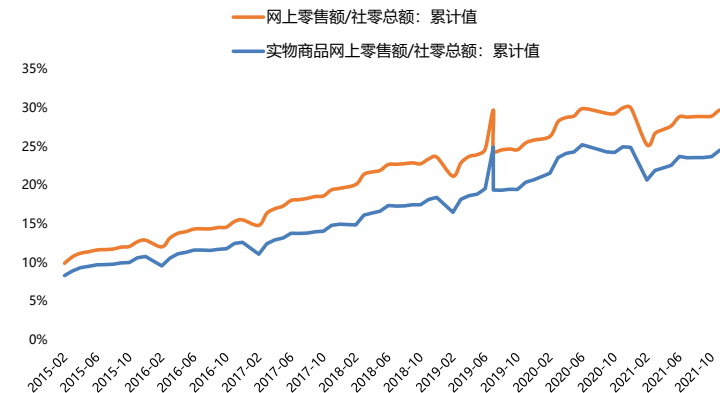
电子商务已经成为主要渠道，并将保持强劲增长。中国互联网及线上购物快速发展，实物商品网上零售额的占比已经达到25%。根据招股说明书，2020年公司的电子商务渠道的规模达到340亿元，占比为38.5%，预计2020-2025E的CAGR在14.9%，继续享受线上红利。

图表：中国口腔护理市场零售额（按渠道划分）



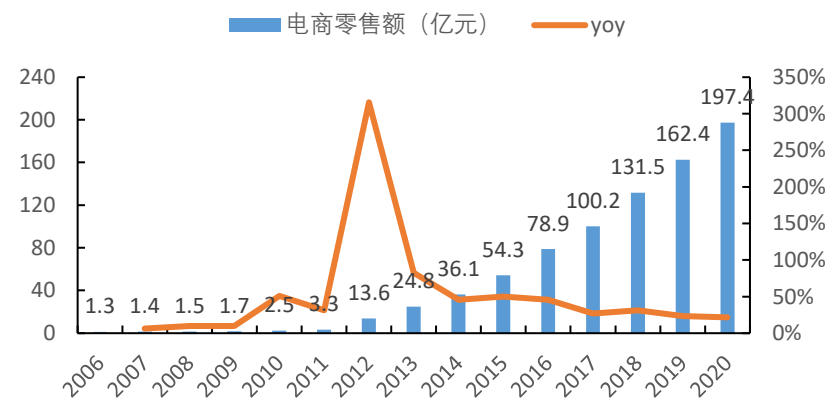
资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：实物商品网上零售额占比



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：中国口腔护理行业电商零售额（亿元）及增速



资料来源：Euromonitor，太平洋证券

技术发展下，品类创新带来口腔护理新体验。1) 成分，一些食品成分、化妆品如益生菌、小苏打、酵素等与口腔产品结合，收获了年轻和轻奢市场的青睐；2) 形态创新，打破传统的口腔护理产品外观，推出便于携带的包装，给消费者带来新体验，创造新的消费场景；3) 口味创新，成熟的技术可以使牙膏和漱口水等产品的口味丰富，快速吸引消费者眼球；4) 功能创新，先进的技术对口腔护理产品尤其是专业和电动口腔产品的创新升级至关重要，可以不断升级、丰富电动牙刷功效。

图表：技术带动品类创新升级

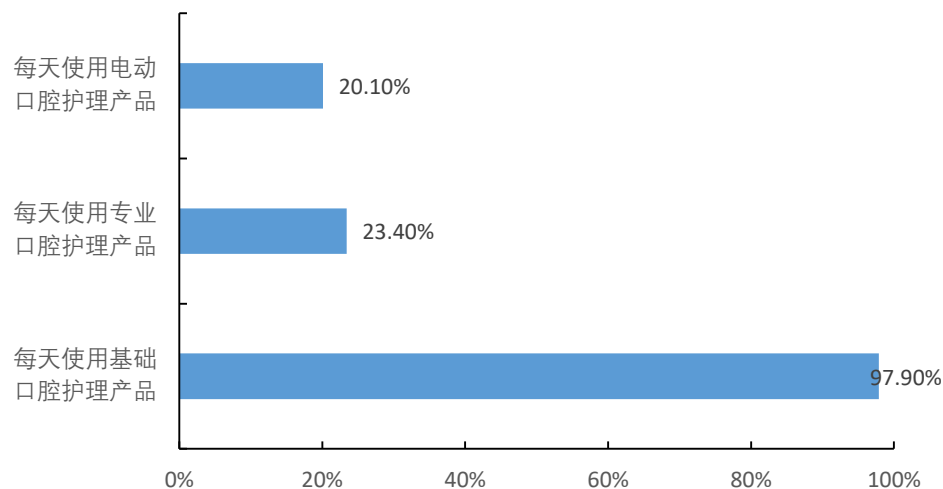


资料来源：《2021天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，太平洋证券

近98%的消费者每天使用基础口腔护理产品。基础口腔护理产品作为生活必需品，消费者在挑选时，更加关注产品安全和质量以及功能；专业和电动口腔护理产品仍需要持续进行市场推广和消费者教育，消费者在挑选电动口腔护理产品时更关注产品的功能和选择模式。

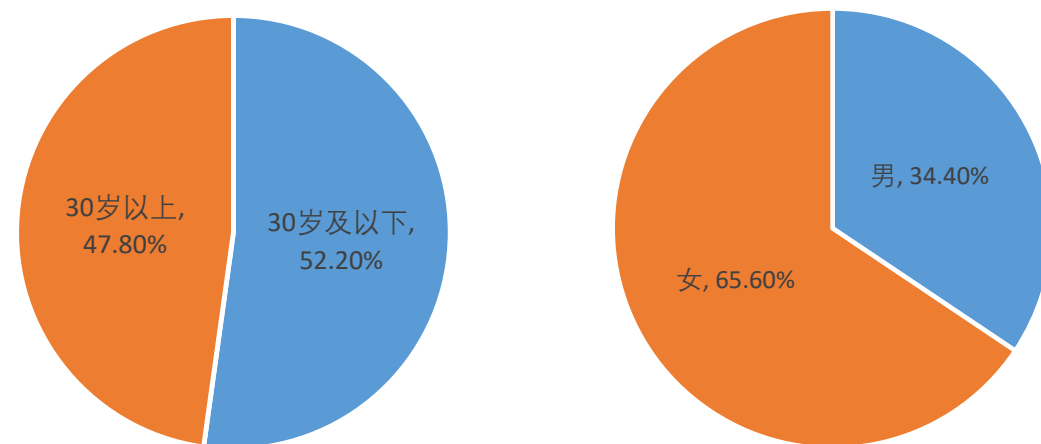
公司的用户画像具有年轻化特征。公司的用户画像中，30岁及以下的用户占比略高，达到52.2%；女性用户的占比高于男性，主要是对于以家庭为单位的消费群体，更多由女性负责生活日用品的采购。

图表：消费者调查：使用口腔护理产品的情况



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：公司的用户画像



资料来源：招股说明书，太平洋证券

1.4 行业相对集中，公司市占率第四

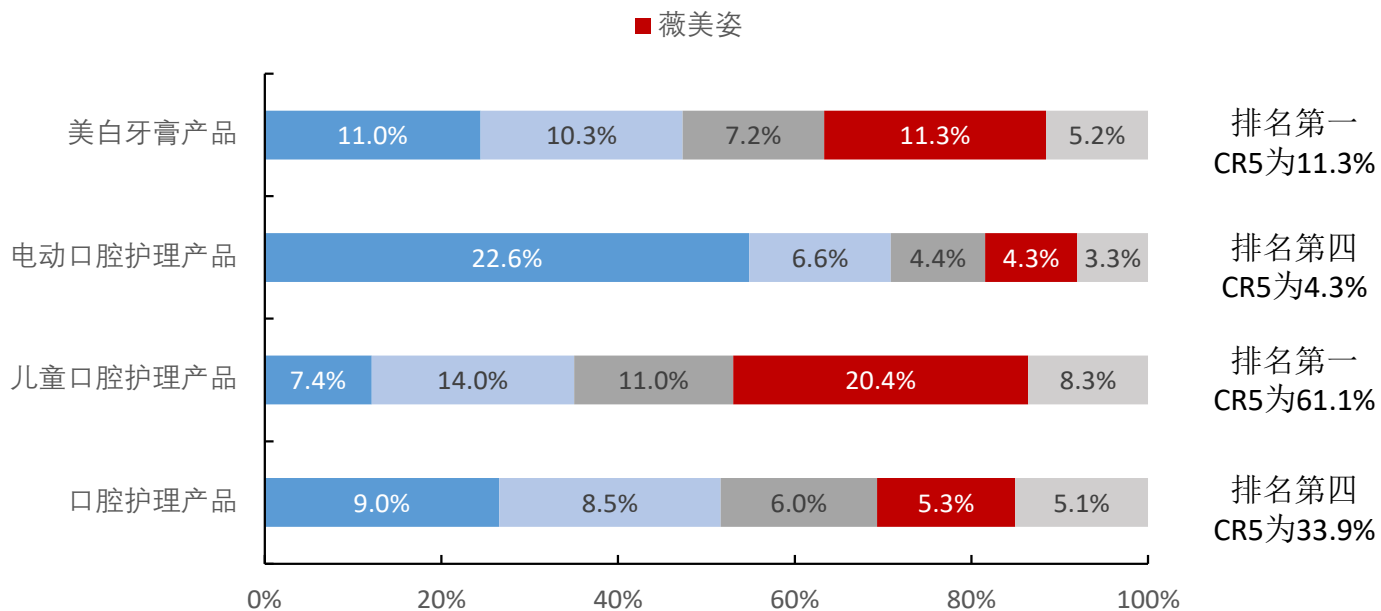
中国口腔护理市场相对集中，按2020年零售额计算，CR5为33.9%，公司以**5.3%**的市占排名**第四**。

中国儿童口腔护理市场高度集中，按2020年零售额计算，CR5达到61.1%，公司以**20.4%**的市占排名**第一**；

中国电动口腔护理市场相对集中，按2020年零售额计算，CR5为41.2%，公司以**4.3%**的市占排名**第四**；其中按线下零售额计算，CR5为36.4%，公司以**7.6%**的市占排名**第二**。

中国美白牙膏市场相对集中，按2020年零售额计算，CR5达到45%，公司以**11.3%**的市占排名**第一**；

图表：薇美姿在不同细分市场的市占率



资料来源：招股说明书，太平洋证券

口腔护理行业集中度较高，腰部品牌竞争力增强。根据欧睿数据，我国口腔护理行业CR3达到31.5%，但是自2015年有小幅下降，我们认为：

1) 新兴品牌打造的口腔护理新概念，推出不同功效产品，如舒客主打的儿童益生菌、酵素等细分产品迅速起量，对原有的头部品牌下的老产品产生冲击，舒客的市场份额快速提升；

2) 口腔护理新产品的出现，比如飞利浦、欧乐B、Usmile推出高单价的电动牙刷、冲牙器等，市场份额迅速提升。

未来随着人们口腔护理意识加强，对新兴品类如电动牙刷、漱口水、牙贴等产品需求增加，会对腰部品牌的市场份额产生影响，头部品牌凭借多年积累的牙膏、牙刷所奠定的牢固的产品力以及塑造的品牌力，仍保有相对的竞争优势。

图表：口腔护理行业的品牌市场份额（%）

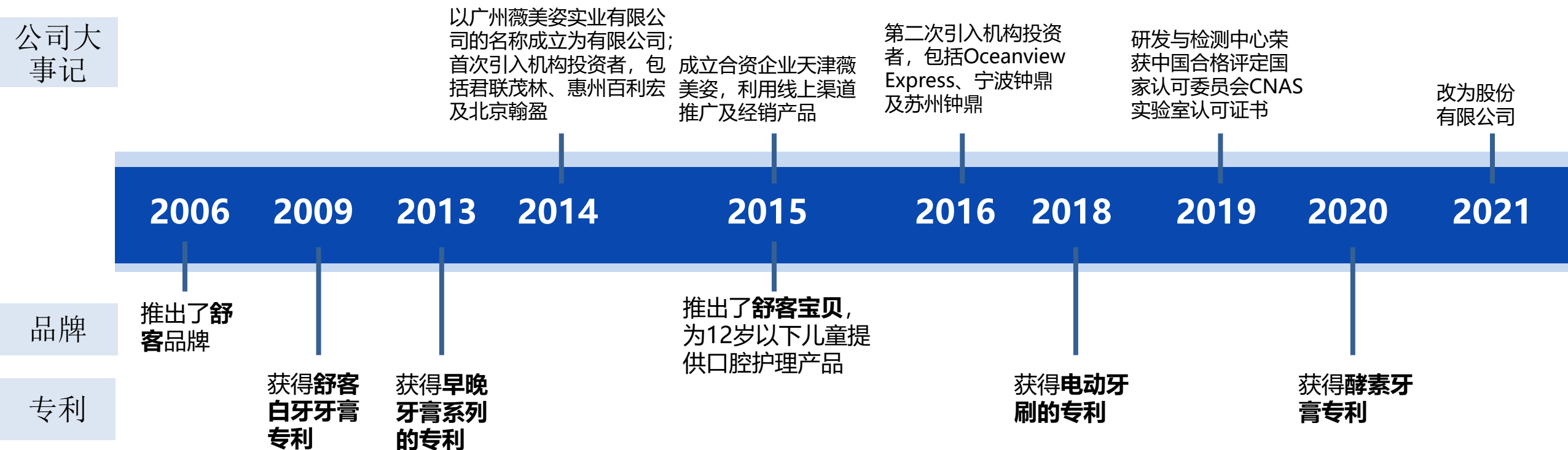
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
CR3	40.4	39.8	37.6	34.4	32.1	31.5
CR5	58.0	57.6	56.9	53.8	49.8	48.8
黑人牙膏	12.9	13.5	13.3	12.5	11.6	11.4
云南白药	11.5	11.6	12.0	11.2	10.8	10.7
佳洁士	13.3	12.6	11.6	10.7	9.7	9.4
高露洁	14.2	13.7	12.3	10.7	9.2	8.9
舒客	4.2	6.2	7.7	8.7	8.5	8.4
飞利浦	1.6	2.3	3.1	3.6	4.5	4.5
冷酸灵	2.7	2.7	2.7	2.7	2.9	3.1
欧乐B	1.6	2.0	2.3	2.3	2.4	2.6
中华	6.1	5.3	4.3	3.3	2.6	2.2
竹盐	2.4	2.4	2.3	2.2	2.1	2.1
舒适达	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0
uSmile	0.1	0.1	0.2	0.5	1.0	1.8
纳爱斯	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
丽齿健	2.5	2.1	1.8	1.5	1.3	1.2
狮王	0.6	0.6	0.7	0.7	0.9	1.0
小米	-	-	0.2	0.4	0.5	1.0
李施德林	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
黑妹	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
细齿洁	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源：Euromonitor，太平洋证券

2.1 公司的发展历程：专注口腔护理十六年

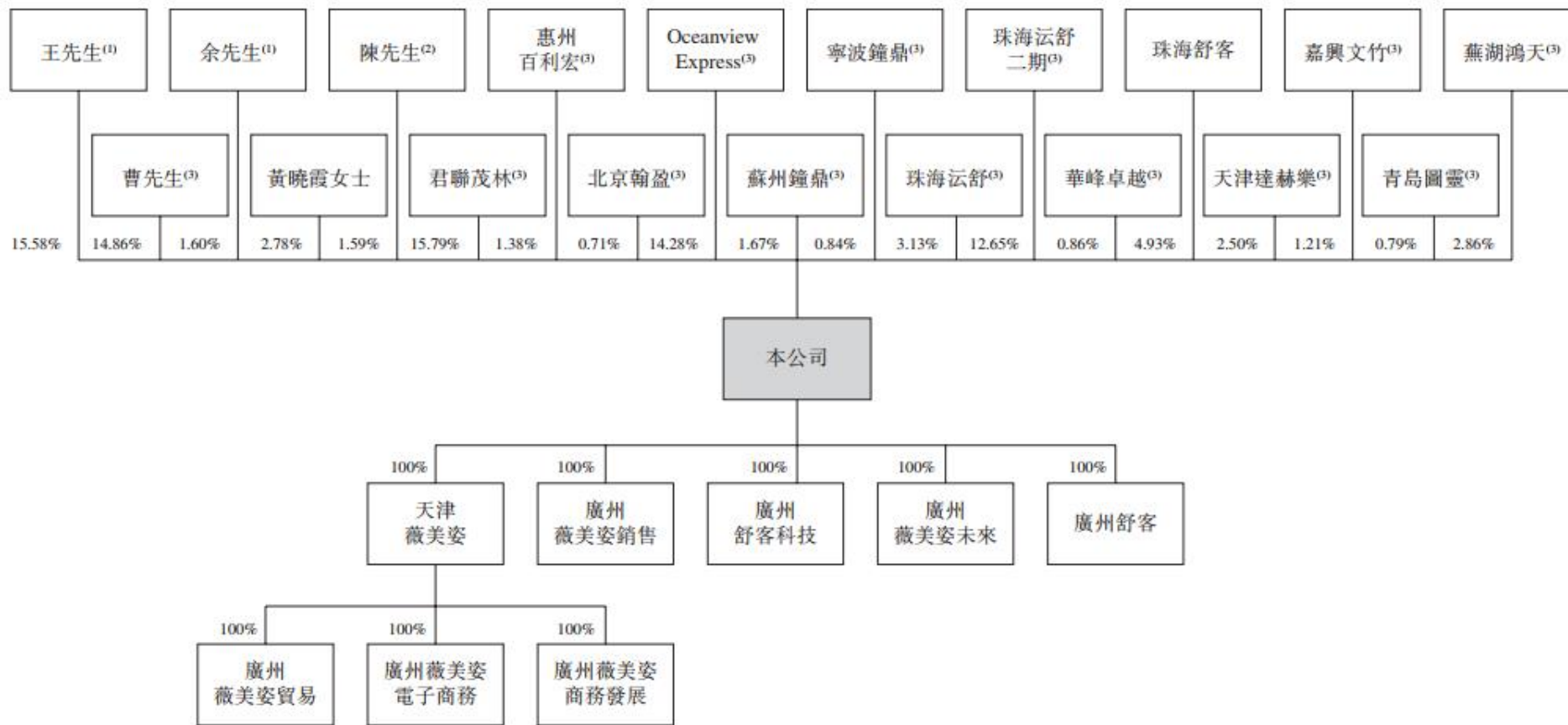
- 前身为GWPC公司成立于2006年，推出舒克品牌进行口腔护理产品的研发和销售；在2014年8月2日，以广州薇美姿实业有限公司的名称成立为有限公司，GWPC在2016年12月27日撤销注册，薇美姿在2021年12月14日改为股份有限公司。
- 引入多轮融资，2014年11月20日完成A轮融资，2016年4月13日完成A+轮融资，2016年10月20日完成B轮融资。
- 拥有2个核心品牌，分别是舒客和舒客宝贝，拥有多项专利。

公司大事记



截至最后可行日期，一致行动人拥有本公司已发行股份总数的约32.04%的表决权。王先生、余先生和曹先生订立了一致行动人协议，统一在2014年8月2日至2024年12月31日共同及一致以本公司股东身份在股东大会上行使表决权。

图表：薇美姿上市前的股权架构



资料来源：招股说明书

2.3 高级管理层行业背景深厚，经验丰富

高级管理人员的经验丰富。公司的高级管理人员在各自的领域拥有丰富的管理经验，在日化行业平均拥有超过15年的经验，平均为公司服务超过7年。

姓名	年龄	任职高管日期	职位	职责	过去经验
曹瑞安先生	52岁	2014年8月	总经理	负责制定本集团的整体发展战略及业务计划，并对本集团进行整体管理	在个人护理产品行业拥有超过22年的经验。 1994年12月-1998年5月，担任广州蓝月亮有限公司的销售总监，负责销售活动的策划及实施；2002年11月创立广州纳兰健康用品有限公司，主要负责公司的整体管理；2006年3月与王先生共同创办GWPC。
余立涛先生	45岁	2014年8月	副总经理	负责协助本集团的线上线下营销	在个人护理产品行业拥有超过20年的经验。 2001年3月-2003年8月担任广州晶彩化妆品有限公司的区域销售经理，主要负责维护及管理客户关系及培训销售团队；2003年9月-2007年7月，担任广州市迪彩化妆品有限公司的区域销售经理，主要负责管理区域市场及执行销售计划；2007年7月加入GWPC，主要负责制定及实施营销策略。
陈敏珊女士	48岁	2014年8月	技术中心总监	负责本集团的技术发展及研发	在口腔护理行业拥有超过28年的经验。 1993年7月-2010年11月担任美晨集团股份有限公司的日化产品工程师，主要负责口腔护理产品的研发及质量控制；2010年10月-2014年8月加入GWPC担任技术中心总监。2017年3月获广东省人力资源和社会保障厅认定为日用化学品技术管理高级工程师（教授级），此外也获得了多个奖项及认可，自2020年5月起，在广州市标准化协会担任专家委员会成员。
郭小萍女士	49岁	2014年11月	首席财务官兼副总经理	负责制定及实施本集团的财务战略、监督预算管理、制定本集团的财务管理制度	在财务行业拥有21年的经验。 2001年9月-2006年10月担任广西北生药业股份有限公司（现称为天下秀数字科技（集团）股份有限公司）财务经理，主要负责财务管理，包括编制年度财务预算及定期财务报告；2006年12月-2008年4月，担任海南中瑞康芝制药有限公司广州分公司（现称为康芝药业股份有限公司广州分公司）的财务经理，主要负责财务管理；2008年4月-2013年5月，先后担任霸王国际（集团）控股有限公司的财务副经理、内部审计师、财务副总监， 主要负责建立一个财务监测系统，使公司能够满足合规要求，并监督公司的财务分析业务 ；2013年6月-2014年8月担任东莞勤上光电股份有限公司的财务部副总经理，负责管理财务部运营。
杜宏女士	44岁	2021年6月	董事会秘书	负责监督本集团的整体运作及董事会办公室事务	2003年9月-2009年11月任职于广州蓝月亮实业有限公司财务部，负责资金及项目管理，2020年8月加入GWPC财务部，负责管理财务事宜。

为消费者提供一站式的口腔护理产品，产品涵盖成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、电动口腔护理及专业口腔护理。生产外包给制定供应商，保持着价值链关键要素的控制。

研发端：建立高效的研发系统，专注于基础及全面的研发，拥有7个内部实验室，与大学和研究机构建立合作关系；

生产端：稳定的原料供应商+严格的质控标准，能够为客户提供高质量产品，灵活的供应链可以快速响应市场需求；

渠道端：全渠道销售网络包括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。

图表：薇美姿业务模式

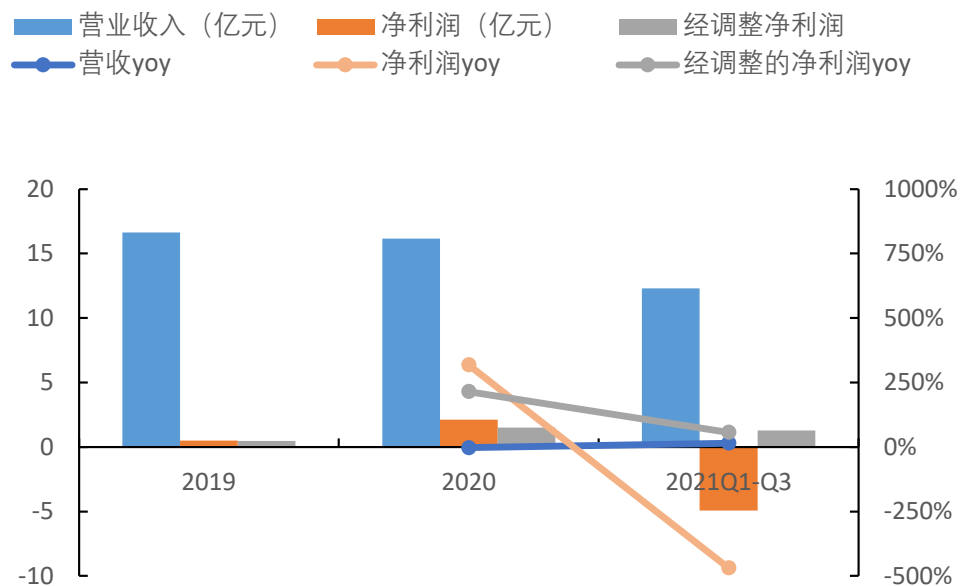


资料来源：招股说明书

营收较为稳定，经调整净利润大幅增长。公司2021Q1-Q3营收为12.3亿元（同比+14.8%），净亏损为4.94亿元，主要系可赎回注资的账面价值变动，经调整后的净利润为1.29亿元（同比+56.7%）。

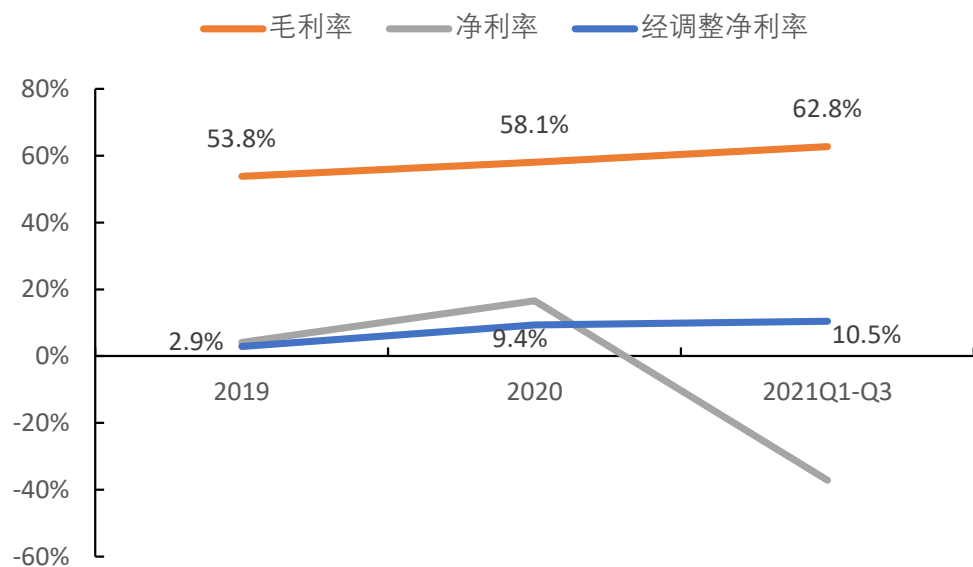
毛利率和经调整净利率持续提升。公司2021Q1-Q3的毛利率提升至62.8%（同比提升5.0pct），主要系公司更侧重于营销和推广高毛利的产品，不断优化产品组合；经调整的净利率为10.5%（同比提升2.8pct）。

图表：营收、净利润、经调整净利润（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：毛利率、经营利润率、净利率及经调整净利率

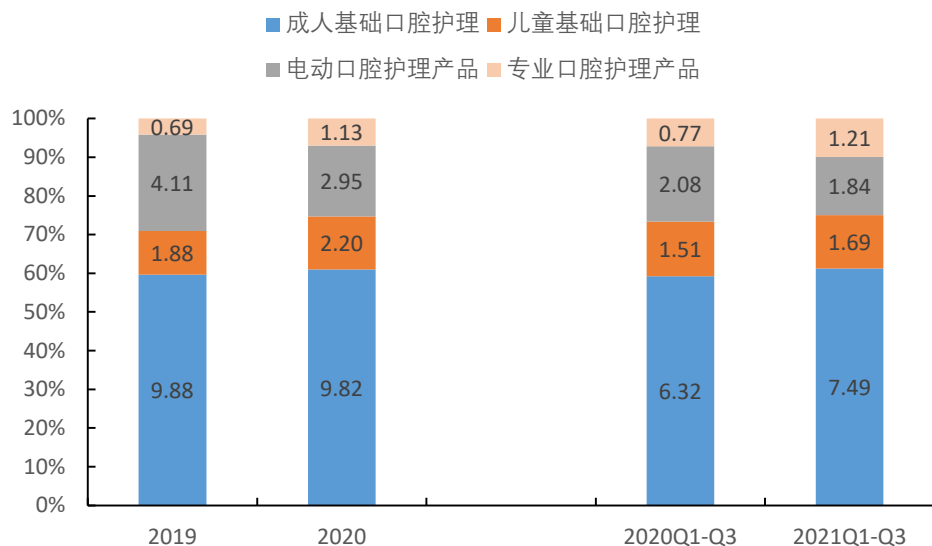


资料来源：招股说明书，太平洋证券

成人基础口腔护理占比高，且稳定增长，专业口腔护理占比稳步提升。分产品看，成人基础口腔护理2021Q1-3的营收为7.49亿元（同比+18.5%），占比稳定在60%左右；专业口腔护理产品的占比由2019年的4.2%提升至2021Q1-Q3的9.8%，受量价共同提升驱动；电动口腔护理产品的占比有所下滑，2021Q1-Q3的营收为1.83亿元（同比-11.5%），占比为14.9%（同比-4.4pct），主要系线下的营销推广和消费者教育进程受到疫情影响。

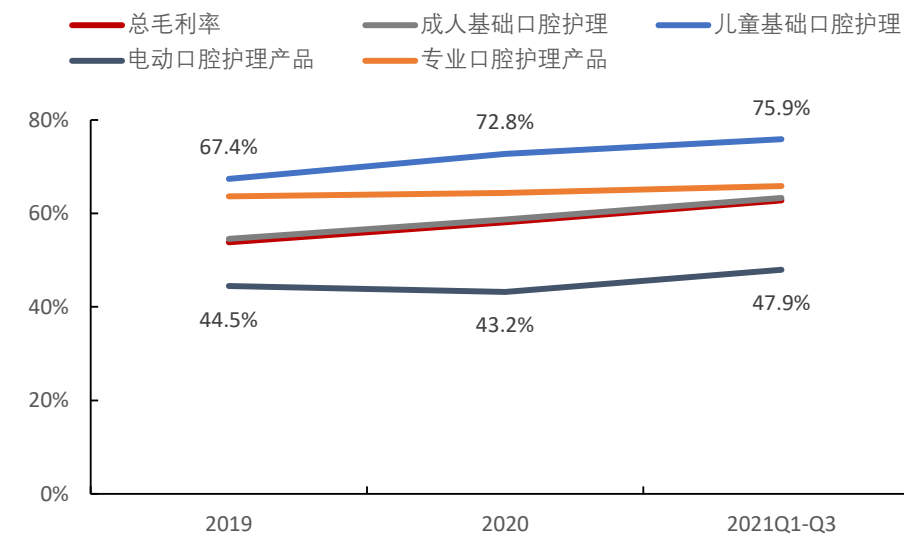
毛利率稳步提升：儿童、专业和成人的口腔护理产品的毛利率更高，2021Q1-Q3的毛利率分别为75.9%/65.9%/63.3%，均高于整体毛利率水平，电动口腔护理产品毛利率较低，主要是公司前期为了推广电动口腔护理产品选择低价战略，并提供折扣优惠，未来电动产品将向高端化转型升级，毛利率水平有望提升。

图表：分产品营收（亿元）



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：分产品毛利率

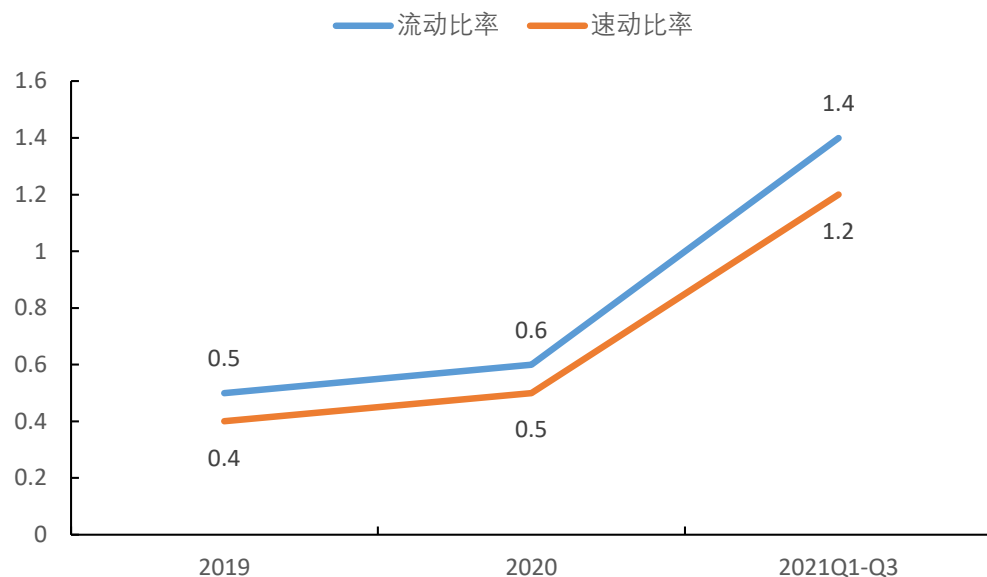


资料来源：招股说明书，太平洋证券

流动比率和速动比率出现大幅增加，截至2021Q3分别为1.4、1.2，主要是由于具有其他优先权的可赎回注资因重新分类而导致流动负债减少所致。

经营活动净现金流量保持净流入，2019/2020/2021Q1-Q3分别为0.88/1.99/1.35亿元，融资活动现金流由净流入变为净流出，主要系收购非控股权益及可赎回注资重分类所致。

图表：流动比率、速动比率



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：现金流量概要

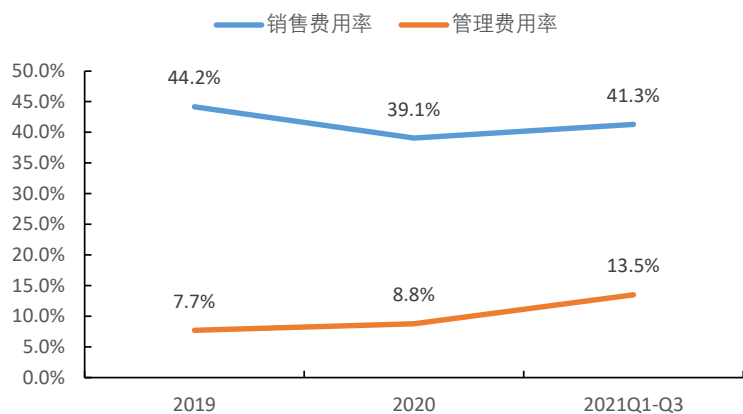
	截至12月31日止年度		截至9月30日止九个月	
	2019年 人民幣千元	2020年 人民幣千元	2020年 人民幣千元 (未經審計)	2021年 人民幣千元 (未經審計)
經營活動所得現金淨額	87,772	198,781	123,165	135,259
投資活動(所用)/所得 現金淨額	(87,874)	77,501	(114,239)	29,633
融資活動所得/(所用) 現金淨額	47,206	(23,896)	(63,793)	(284,056)
現金及現金等價物淨 增加/(減少)	47,104	252,386	(54,867)	(119,164)
年/期初現金及現金等價物	285,112	332,216	332,216	584,602
年/期末現金及現金等價物	332,216	584,602	277,349	465,438

资料来源：招股说明书

销售费用率在40%+。2020年Q1-Q3受疫情影响，市场营销和推广较弱，在2020Q4-2021Q3加大渠道推广，尤其针对线上渠道的推广，2021Q1-Q3的线上渠道推广支出占比为11.9%（同比+2.6pct）。

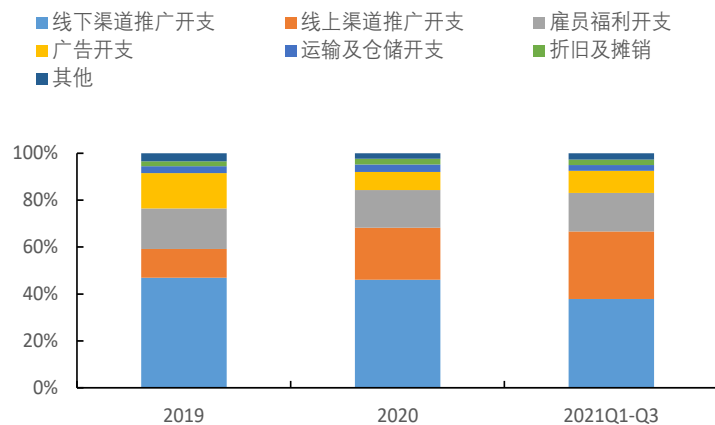
管理费用率占比提升至13.5%，主要与授予员工以股份支付为基础的股份奖励有关，2021Q1-Q3的雇员福利开支占比为7.4%（同比+3.2pct）。

图表：销售和管理费用率



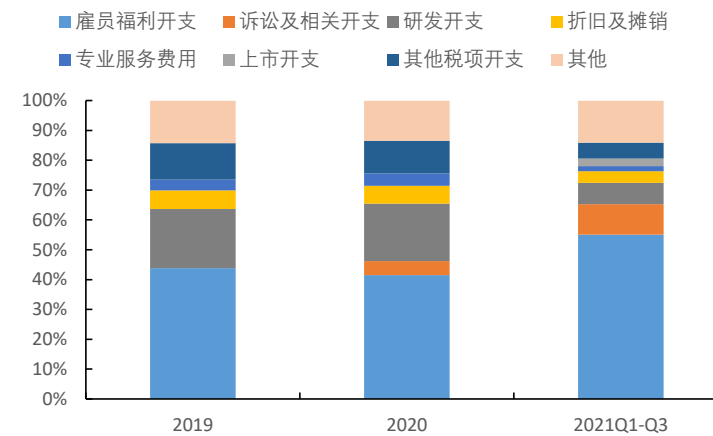
资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：销售及经销开支构成



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：行政开支构成



资料来源：招股说明书，太平洋证券

2.5 产品端：一站式口腔护理，多元化产品组合

产品矩阵齐全，打造一站式口腔护理。舒客主打产品包括牙膏、手动牙刷、电动牙刷及其他产品，SKU数量达到84个，明显多于其他品牌，帮助消费者在舒客实现一站式的口腔护理。

多元的产品组合满足消费者不同需求。以成人基础口腔护理产品为例，牙膏产品上推出不同功能性的产品系列，比如早晚牙膏系列、防蛀固齿牙膏系列；牙刷产品上针对差异化的需求推出正畸牙刷系列等。

图表：各品牌口腔护理产品SKU数量

SKU	舒客	云南白药	两面针	高露洁
牙刷	29	14	5	23
牙膏	19	14	22	24
漱口水	7	3	1	20
牙粉	1	0	0	0
牙贴	3	0	0	1
牙线	4	1	0	0
冲牙器	3	1	0	2
电动牙刷	16	2	1	4
牙间刷	1	0	0	1
舌刮器	1	0	0	0

图表：口腔护理的部分产品系列



资料来源：天猫，太平洋证券

成人口腔护理产品系列

儿童口腔护理产品系列

电动口腔护理产品系列

专业口腔护理产品系列

产品系列	图片	规格及定价	产品系列	图片	规格及定价	产品系列	图片	规格及定价	产品系列	图片	规格及定价	产品系列	图片	规格及定价
防蛀固齿牙膏系列		140g 9.8元	护龈牙刷系列		1-3支装 9.9-22.8元	儿童益生菌牙膏系列		60g 29.8元	Saky Pro声波电动牙刷G1系列		1套 349元	漱口水系列		250/500ml 16.9-26.9元
早晚牙膏系列		65g+65g 21.8元	凹型正畸牙刷系列		2支装 24.8元	一束毛牙刷系列		1支装 33.6元	Saky Pro声波电动牙刷E1P系列		1套 199元	牙贴系列		10/14对 149-199元
白牙素牙膏系列		120g 31.8元	晶致牙刷系列		1-2支装 17.8元	儿童成长牙刷系列		1支装 9.5元	Saky Pro脉冲洗牙器系列		1套 259-449元	口腔清新喷雾系列		5/18ml 18.5-19.5元

资料来源：招股说明书，太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

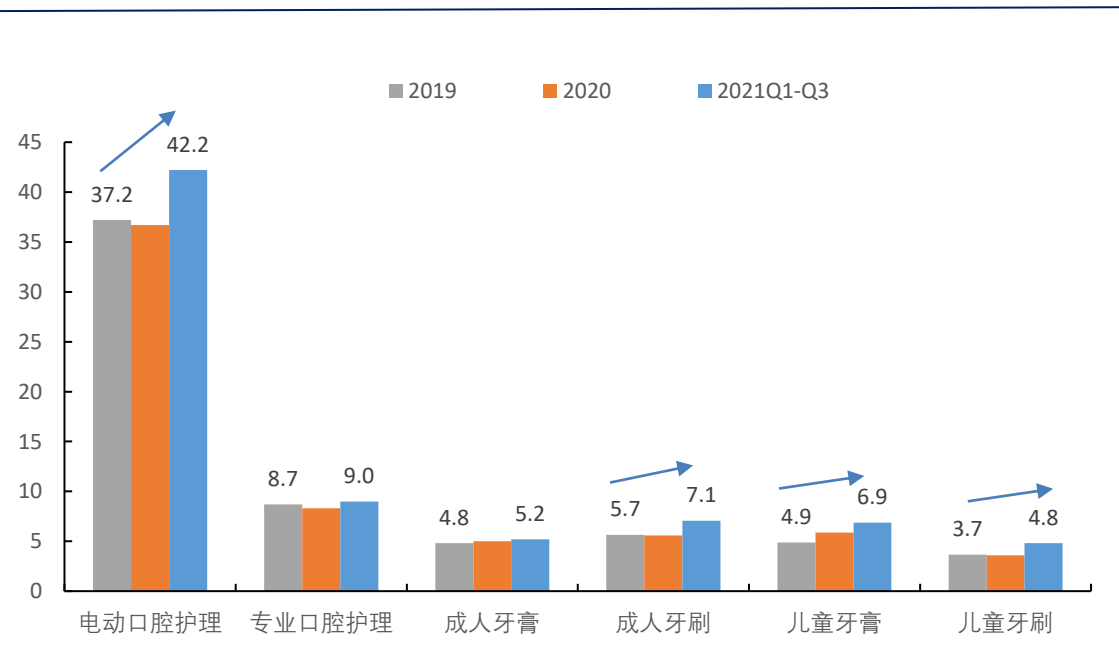
守正 出奇 宁静 致远

2.5 产品端：定位中高端，单价稳步提升

围绕新场景和新功效进行产品升级，定位中高端。公司借助儿童益生菌、酵素等细分产品进行升级，对比国内外主要口腔品牌，定位中高端，且由于产品品类丰富、产品组合多元，价格区间较大。

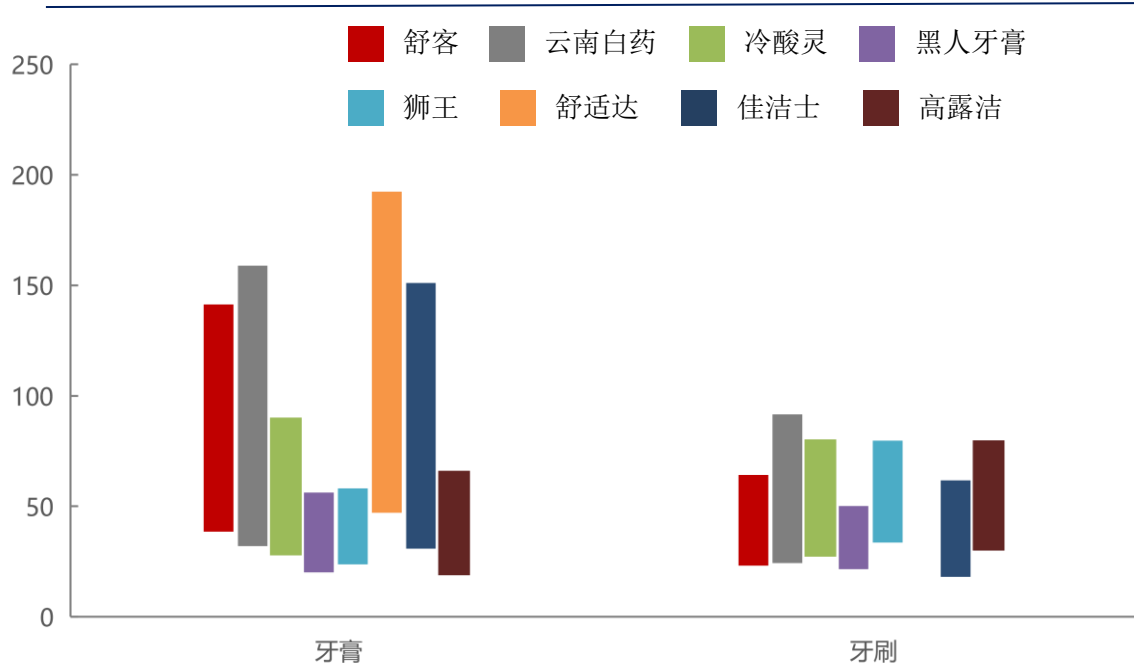
通过产品组合逐步提高售价，电动口腔护理进行高端化转型。公司通过推出不同的组合产品，如两支装、家庭装、多支装等组合，不断提高售价，其中成人牙刷单价提升较为明显。电动口腔护理产品过去为了拓展市场，选择低价产品和提供优惠的折扣，但是市场电动牙刷的复购率和客户粘性不及预期。公司在电动牙刷上向高端转型，目前电动口腔护理产品单价小幅提升，未来会继续高端化转型。

图表：分产品销售均价（元）



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：各品牌牙膏和牙刷产品的价位区间（元）



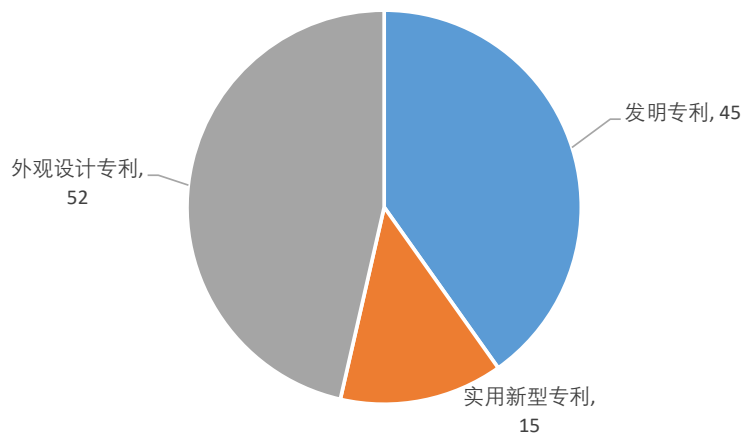
资料来源：各品牌天猫旗舰店，太平洋证券

26名研发成员+68%的硕士人员+7个内部实验室。研发团队经验丰富，技术中心总监陈敏珊在口腔护理行业拥有超过28年的经验，管理25名研发成员，其中拥有硕士学位的人员约占68%；公司内部拥有7个内部实验室，均配备先进的分析和测试设备；此外与大学和研究机构建立多种合作关系。

112项专利+61款新产品/升级产品。目前共有112项专利，其中45项发明专利、15项实用新型专利和52项外观设计专利，另有25项专利在审批中。截至最后可行日期，有61款新产品/升级产品正在研发中，包括11款牙膏、9款漱口水、2款口腔喷雾剂、16款电动口腔护理产品、18款手动牙刷和5款其他新产品类别。

持续的研发投入，2019/2020/2021Q1-Q3的研发支出分别为34.6/35.4/19.4百万元。

图表：专利情况



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：近期研发重点

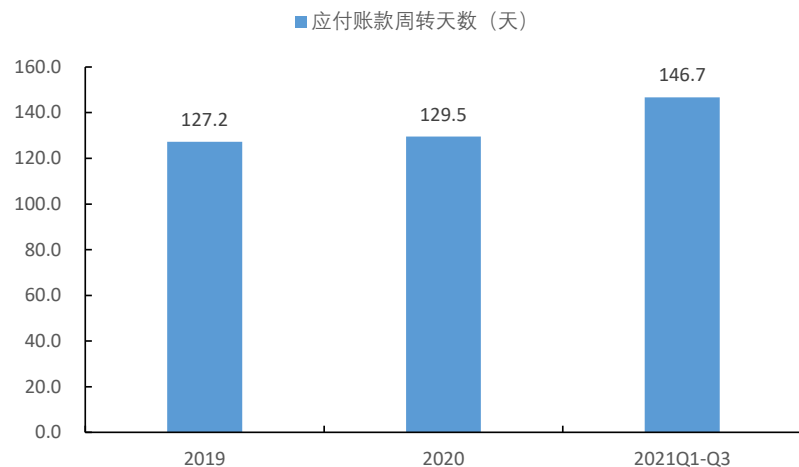
研发产品	情况
酵素美白牙膏	满足消费者牙齿美白的需求，我们的酵素美白牙膏在2019年被认定为广东省高新技术产品，在2020年获得 相关技术专利 ；
龈韧臻护精萃牙膏	在产品中 使用透明质酸 ，该产品的推出体现了我们对跨行业原材料的创新应用，与之相关的研究项目获得中国口腔清洁护理用品工业协会颁发的第三届国际口腔护理学术研讨会优秀论文一等奖；
Saky Pro声波电动牙刷G33	该款牙刷具有 5挡高频振动模式、柔软刷毛及定时功能 ，并且经过权威且有资质的临床医院验证，与之相关的研究项目获得中国轻工业联合会颁发的 科技进步奖二等奖 ；
儿童益生菌牙膏	该产品采用 益生菌材料 ，结合不同口味满足儿童的喜好，目前可以提高草莓酸奶味和蓝莓酸奶味益生菌牙膏产品；与之相关的研究项目获得第三届国际口腔护理学术研讨会优秀论文三等奖、 尼尔森IQ2021 BASES突破性创新优秀产品奖 。

资料来源：招股说明书，太平洋证券

稳定的制造商合作关系：公司主要采用OEM生产，主要的第三方制造商平均合作了4年以上；制造商提供的信贷期在60-90天，公司2019-2020年应付账款周转天数相对稳定，2021Q1-Q3略有增加主要系新年期间需求增加，公司增加了采购额。

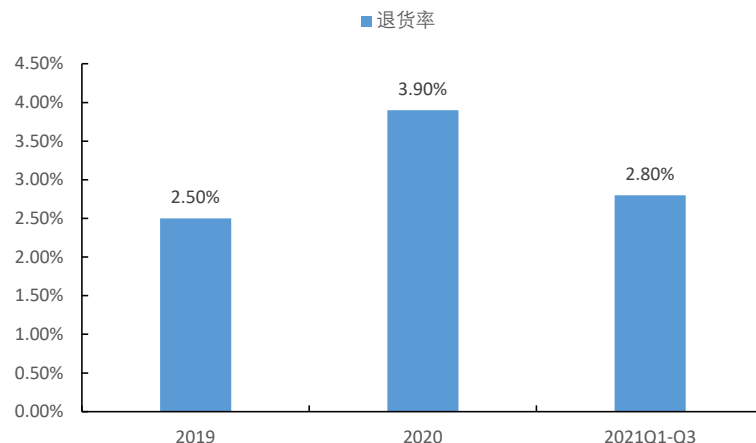
全面的质量控制系统：拥有9名成员组成的质量控制团队；产品整体的退货率维持在较低水平，2021Q1-Q3退货率为2.8%。

图表：应付账款周转天数（天）



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：产品退货率



资料来源：招股说明书，太平洋证券

注：退货率=产品退货所得收益/总收益

原材料采购

- 主要原材料：化学品（如香精、山梨糖醇及二氧化硅）、电动牙刷的电机及包装材料（如纸箱、PE和牙膏管）；
- 直接向第三方制造商提供原材料/要求制造商向指定供应商采购原材料；
- 未使用与原材料的风险敞口相关的衍生工具进行对冲；产品定价时会考虑原材料成本的相关波动；

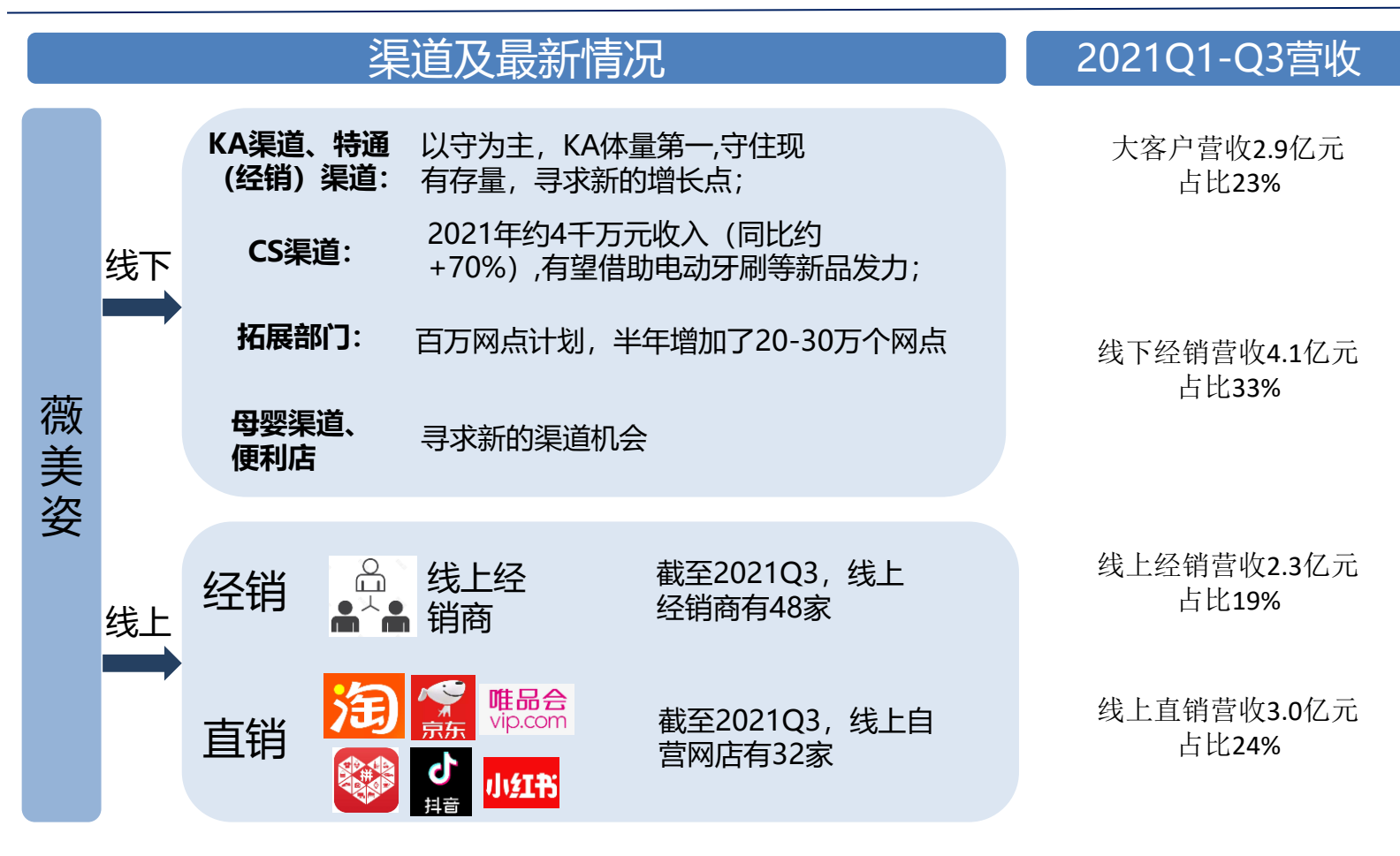
第三方制造商

- 截至2021Q3，拥有17名第三方制造商；前5大的采购金额在总成本的占比是29%；
- 严格的制造商筛选流程；
- 全面的质量控制系统；

公司八个渠道实现深度覆盖。目前公司拥有电商、KA，联营（指经销），拓展部门（去年新上的部门）、CS、特通、便利店、母婴这8大渠道：

- **KA、特通**体量较大，以守为主，尤其是在牙膏牙刷这类成熟度较高的品类中，KA进场费较高，面临激烈的竞争；
- **CS渠道**体量小，增速快，有望借助电动牙刷等新品进行发力；
- **拓展部门**：通过新增网点数量做到稳定价盘，成立的半年内新增了20-30万个网点；
- **线上渠道**：线上占比持续提升，抓住渠道红利。

图表：薇美姿的多渠道实现深度覆盖

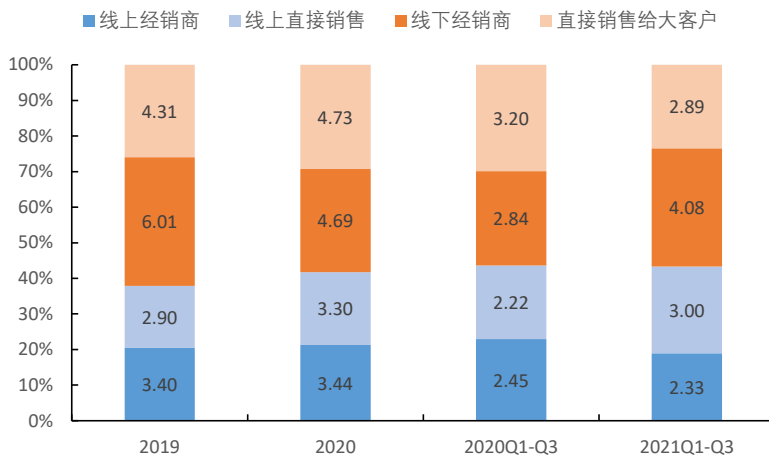


资料来源：草根调研，招股说明书，太平洋证券

中国口腔护理产品的线上渗透率达到28.5%。 中国互联网及线上购物快速发展，根据招股说明书，中国口腔护理产品的线上渗透率从2016年的23.6%提升至2020年的38.5%，预计2025年增加至44.7%。公司快速的切入线上市场，享受线上渠道红利，线上占比由2019年的37.9%提升至2021Q1-Q3的43.4%。

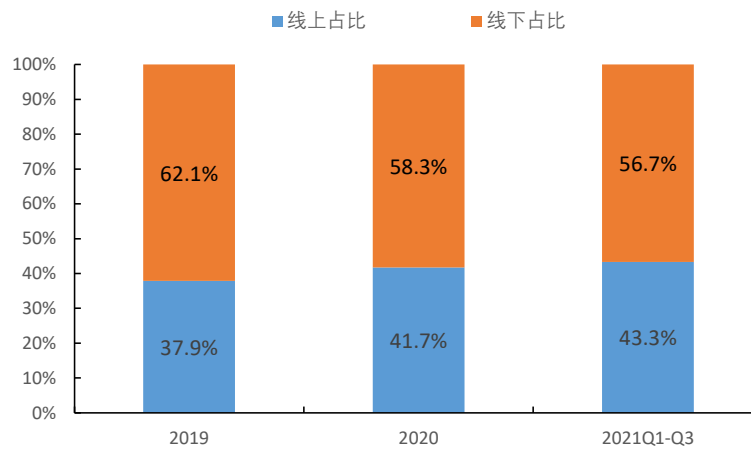
成熟的线下经销商网络，规范的经销商管理。 公司线下经销商网络涵盖22个省份、4个直辖市和5个自治区，线下经销营收占比由2019年的29%提升至2021Q1-Q3的33.2%；针对大多数经销商采取交货前付款的方式，应收账款周转天数由66天下降至47.3天。

图表：分渠道营收（亿元）



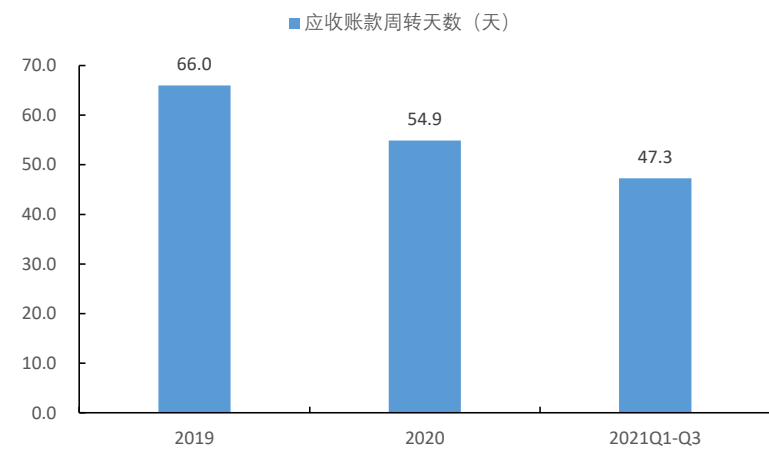
资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：线上/线下营收占比



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：应收账款周转天数（天）



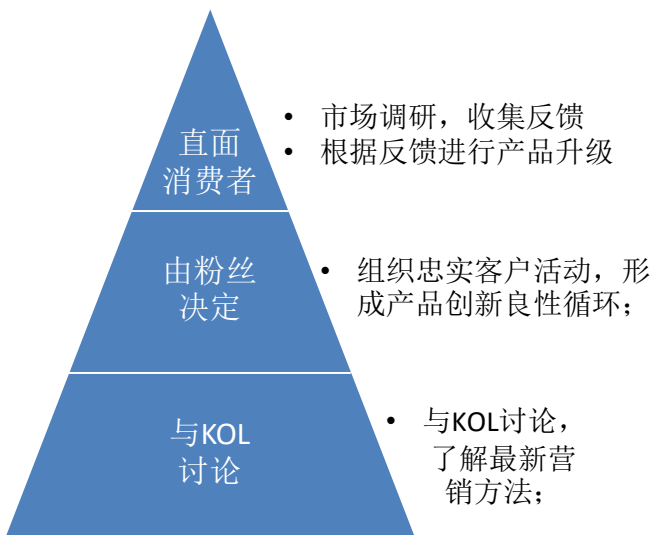
资料来源：招股说明书，太平洋证券

2.5 渠道管理：线上直销快速增长

2021Q1-Q3线上直销营收为3亿元，同比+35.1%。公司积极布局线上渠道，其中线上渠道的推广费用占比由2019年的5.4%提升至2021Q1-Q3的11.9%。通过自营网店更好地展示产品并丰富消费者体验，通过新兴渠道如抖音、小红书等，让用户参与和推广渠道。截至2021Q3，公司在各种电子商务平台及新兴线上渠道开设32家自营网店。

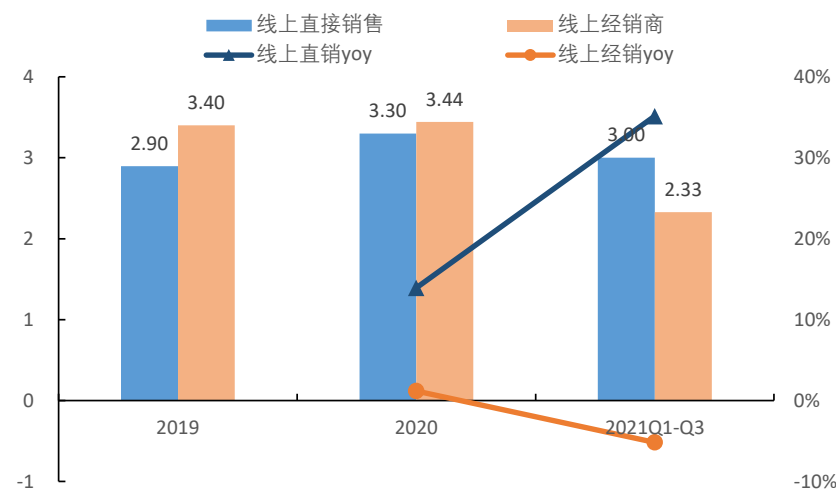
线上3D运营模式形成良性循环，带动线上业务快速增长。公司采用线上3D运营模式展开线上业务，1) 直面消费者，通过调研了解市场热点、消费者偏好，根据消费者的反馈意见对产品进行升级和创新，相应消费者需求；2) 有粉丝决定，重视忠实用户的想法，积极组织各种客户互动活动，进一步完善产品升级创新的循环；3) 与KOL讨论，将公司产品寄送给KOL，能够更加直观真实的与用户分享使用体会，同时了解最新的营销方法，提高营销效率。

图表：线上3D运营模式



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：线上渠道的营收（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：不同线上渠道中开设自营网店

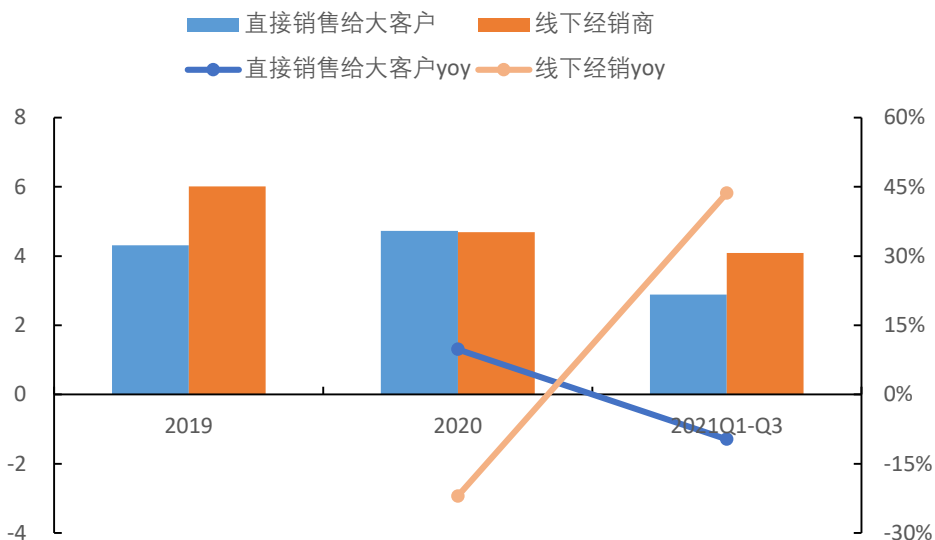


资料来源：各平台官网，太平洋证券

与大客户保持稳定的合作关系。公司与沃尔玛、家乐福和大润发等大卖场及超市保持稳定关系，截至2019/2020/2021Q3的大客户数量分别为30/32/32名，2020年线下直销同比+9.8%，主要系大客户数量增加，2021Q1-Q3线下直销同比-9.7%，主要系疫情反复导致线下受到冲击、线上渠道对线下渠道的冲击。

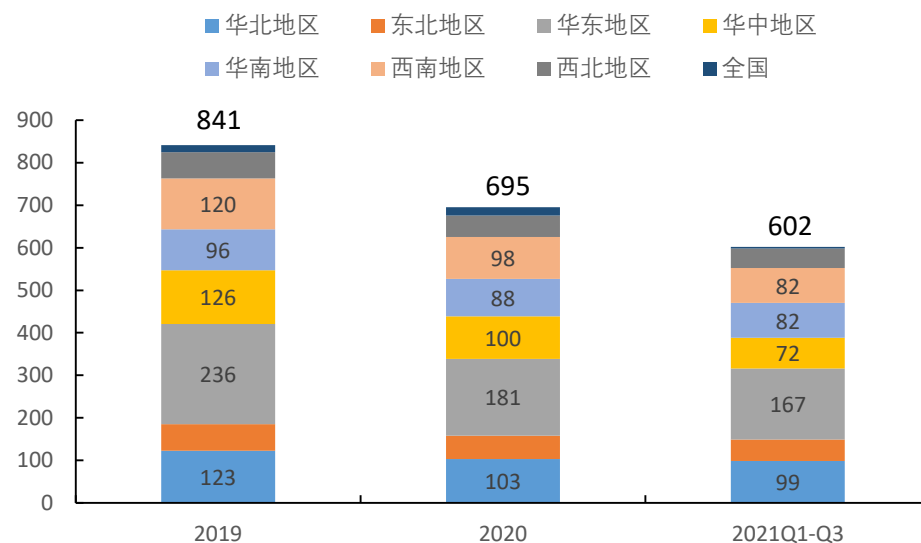
线下经销商覆盖范围广，华东地区的线下经销商占比最高。公司拥有成熟的线下经销商网络，覆盖22个省份、4个直辖市和5个自治区，其中华东地区的经销商占比最高达27.7%（截至2021Q3）。公司线下经销商数量减少主要系对部分业绩欠佳的经销商进行战略调整，通过将县级经销商转为次级经销商，优化销售团队及其结构，提高销售效率。截至2021Q3，线下经销商数量为602家。

图表：线下渠道的营收（亿元）及增速



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：各地区线下经销商数量（个）



资料来源：招股说明书，太平洋证券

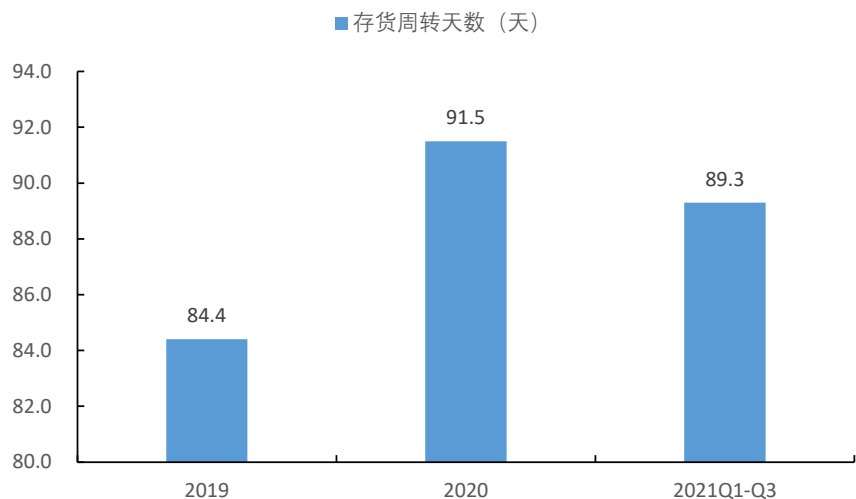
物流及仓储：使用多个外包第三方仓库，满足仓储需求及产品及时高效的交付。

采用SAP系统进行存货管理，能够实时监控存货水平并生成存货报告，使得存货能够维持在最佳的存货水平,提升营运资金的效率。

存货周转天数在90天左右，制成品维持20-30天的存货水平，其中牙刷制成品在45-60天的存货水平；牙膏管等包装材料的存货水平维持在25-35天。

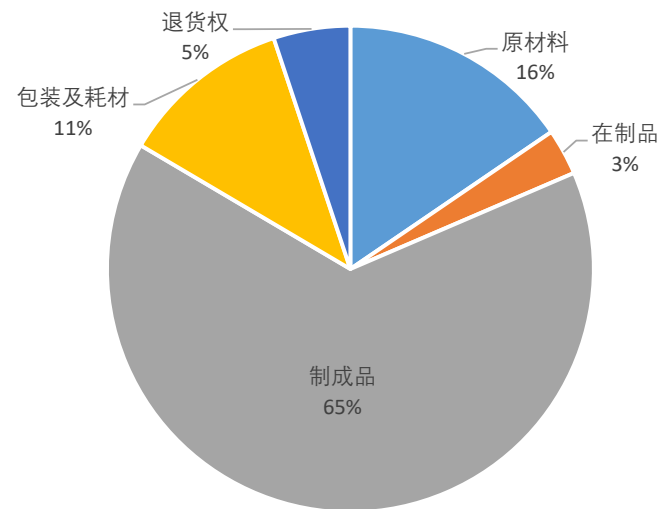
物流与仓储	情况
两级仓储系统	位于五省两市的前置仓，满足大客户的需求；位于广东和江苏的2个主要仓库；
快递仓库	在广州有1个快递仓库，专注线上销售；
物流外包	与第三方物流公司签订1-3年的服务合约，综合评估按时交付的频率、运输能力、经销网络和整体服务质量等因素；

图表：存货周转天数（天）



资料来源：招股说明书，太平洋证券

图表：截至2021Q3的存货构成情况



资料来源：招股说明书，太平洋证券

品牌建设：在线及线下品牌建设，以提高公司的品牌及产品知名度、进一步巩固公司作为向消费者提供一站式口腔护理的专业口腔护理产品提供商的品牌形象以及提高营销效率；具体包括：1) 线上营销活动以增加品牌曝光度，如开展长期品牌建设以及在抖音、B站等社交媒体投放广告，优化搜索引擎，提高在搜索结果中的可见性，进行内容营销，制作和发布更具有吸引力的内容，并增加粉丝互动；2) 线下营销和品牌建设，如投放户外广告，增加线下曝光度；3) 联合推广活动，如与国内IP进行跨界合作。

研发活动：产品研发活动及加强公司的研发能力；具体包括：1) 研发新产品及新品系列，尤其是在现有产品系列中延伸，保证满足消费者不断变化的喜好，聘请第三方市场研究公司进行评估；2) 研发中心的升级。

渠道建设：加强公司的线下销售及经销网络以及市场渗透；具体包括：1) 在销售点设立陈列柜；2) 在目标消费者聚集地进行线下产品路演，加强与消费者的直接互动，提高品牌知名度和进行消费者教育。

股权投资：优质小众口腔护理品牌进行股权投资，目标是与之建立密切的战略合作；

数字化建设：加强业务数字化及优化公司的信息技术基础设施；具体包括：1) 升级SCRM系统，深化与客户的联系，扩大会员计划；2) 升级SAP系统，加强内部部门与外部合作伙伴的联系，提高经营效率。

补充流动资金项目：营运资金及一般企业用途。

太平洋纺织服装&商贸团队介绍

郭彬

纺织服装、商贸零售行业首席分析师

中南财经政法大学工商管理学学士，悉尼大学金融学，经济学硕士。2019年加入太平洋证券，从事纺织服装及商贸零售行业研究。先后就职于国金证券，国泰君安证券，天风证券。多次作为团队核心成员获得金牛奖，水晶球，第一财经等卖方分析师评比奖项。擅长捕捉高景气度子行业的边际变化，从产业研判等多方角度综合验证，长期跟踪挖掘行业优质公司，深度覆盖电商，品牌服饰，化妆品，超市珠宝等子行业。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间



研究院/机构业务部

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。