

登康口腔（001328）

产品升级+渠道突围，老牌国货迎来成长新动能

西南证券研究发展中心
轻工研究团队 蔡欣/赵兰亭
2024年8月

核心逻辑

- **核心逻辑**：1) 口腔护理行业兼具必需品的稳定性和产品升级的成长性，2017-2023年国内口腔清洁护理行业规模从388.5亿元扩张至491.5亿元，复合增速为4%，其中成人牙膏牙刷等基础产品增长稳健，漱口水、儿童口腔护理等新品增长较快；2) 登康旗下冷酸灵品牌认知度高，产品定位亲民，2019-2023年公司营收/净利润复合增速分别为9.9%/22.3%，市场份额持续提升；3) 公司近年加大电商渠道资源投放，2020-2023年间实现复合增长率53.2%，同时线下渠道布局广泛，线上线下协同发展。
- **公司概况：抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实**。公司专注抗敏感牙膏领域，品牌影响力持续增强，产品矩阵覆盖成人/儿童基础口腔护理、口腔医疗及美容护理产品和电动口腔护理产品。2019-2023年公司营收从9.4亿元上升至13.8亿元，CAGR为9.9%，公司持续优化产品结构提升产品均价，抵御了外部环境波动的压力，收入稳健增长。产品端：成人基础口腔护理产品收入占比90%左右，新品潜力充足。2020-2023年成人/儿童基础口腔护理产品复合增速分别为8.5%/18.5%；口腔医疗与美容护理产品/电动口腔护理产品收入复合增速分别达214%/54%。渠道端：2023年经销模式/直供模式/电商模式营收分别为9.9/0.5/3.2亿元，占总收入比例分别为72.4%/3.9%/23.0%。2020-2023年传统经销渠道收入保持稳定增长趋势，复合增速达到5.1%。电商模式发展迅速，其中抖音渠道于2020年布局后快速增长。在抖音拉动下公司电商渠道在2020-2023年间实现复合增长率53.2%。
- **行业分析：基础产品量减价增，新品开拓空间充足**。牙膏市场规模总体稳中有增，2023年牙膏品类市场规模为302.2亿元，2017-2023年牙膏市场规模复合增速在2.1%左右。牙膏品类市场规模销量整体平稳，近年受线下消费场景萎缩影响销量有所波动，行业均价持续缓慢提升。以36个大中城市日用工业消费品普通120克左右牙膏的平均价格为例，从2016年底的8.6元/盒上升至2023年底的11.7元/盒，复合增速为4.5%。近几年市场份额格局来看，牙膏竞争格局相对集中，但品牌之间份额有所分化，2021-2023年云南白药、冷酸灵品牌份额稳步提升，好来、高露洁、中华等外资品牌以及长尾小品牌份额收缩。2023年牙膏产品线下市场份额CR10达80.6%，CR5达到65.4%，登康口腔市占率排名第四，2023年线下市场份额约为8%。

核心逻辑

- **公司分析：产品结构优化空间大，线上发力加速成长。**冷酸灵牙膏价格定位大众消费品牌，注重性价比。公司医研、专研、预护、基础四大产品系列中，医研和专研产品定价和毛利率显著优于其他系列，目前占整体收入比例仍然较低。公司主动优化10元以下低端产品线，加强高端产品推广，产品结构优化效果有望较快体现。渠道端加速布局电商渠道，2021年开始公司重视投入抖音等新渠道，到2023年抖音已经为公司第二大电商平台。公司在电商渠道采用高端化策略，在电商平台主推医研和专研系列，2021-2023年电商渠道毛利率总体提升，2023年电商渠道毛利率达到45.9%。随着产品结构持续升级，电商渠道费效比优化，电商渠道盈利能力有望改善。
- **盈利预测与估值：**预计公司2024-2026年净利润复合增速18%，2024-2026年EPS分别为0.94元、1.13元、1.33元，对应PE分别为27倍、23倍、19倍。考虑到公司品牌壁垒较高，电商渠道加速成长，产品结构有望优化，给予2024年33倍估值，对应目标价31.02元，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，渠道扩张不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

目 录

公司概况：抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实

行业分析：基础产品量稳价增，新品开拓空间充足

公司分析：产品结构优化空间大，线上发力加速成长

盈利预测与估值

抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实

- 重庆登康口腔护理用品股份有限公司主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售。公司构建了以经销模式、直供模式与电商模式为主的营销网络体系，主要产品涵盖成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品以及电动口腔护理产品四大类。公司旗下拥有“登康”“冷酸灵”等知名口腔护理品牌，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”，为各年龄段消费人群提供专业化、个性化的高品质口腔护理用品。

表：公司四大品类主要产品

产品名称	产品图示	产品名称	产品图示	产品名称	产品图示	产品名称	产品图示
医研抗敏牙膏		贝乐乐安心优护儿童牙刷		牙齿脱敏剂		天地系列声波电动牙刷	
医研修护漱口水		贝乐乐防蛀按压式儿童牙膏		医研牙线棒		贝乐乐儿童声波电动牙刷	
冷酸灵植炭深洁牙膏				画甜玻尿酸精华口喷			

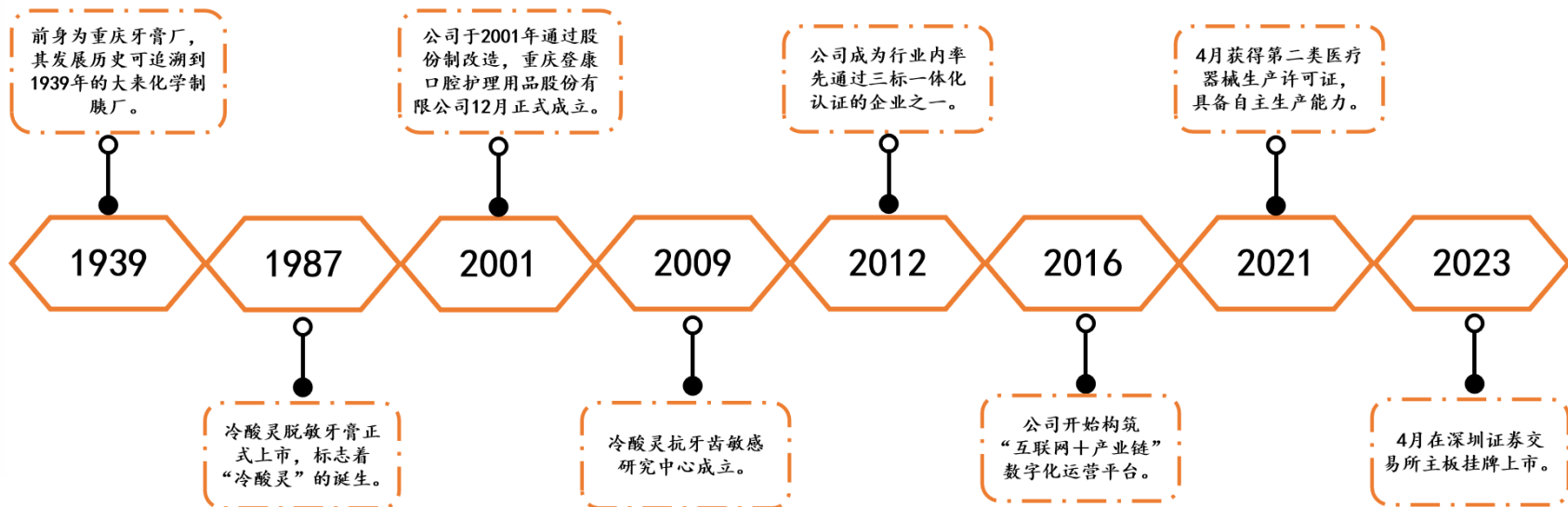
数据来源：登康口腔招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实

□ **专注抗敏感牙膏领域，品牌影响力持续增强。**登康口腔前身为重庆牙膏厂，其发展历史可追溯到1939年的大来化学制胰厂。1987年，冷酸灵抗敏牙膏正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生。2001年，重庆登康口腔护理用品股份有限公司通过股份制改造正式成立。2009年，公司成立冷酸灵抗牙齿敏感研究中心。2012年，公司成为行业内率先通过三标一体化认证的企业之一。2016年，公司开始构筑“互联网+产业链”数字化运营平台。2021年，公司获得第二类医疗器械生产许可证。2023年，公司在深圳证券交易所主板挂牌上市。

登康口腔发展历程

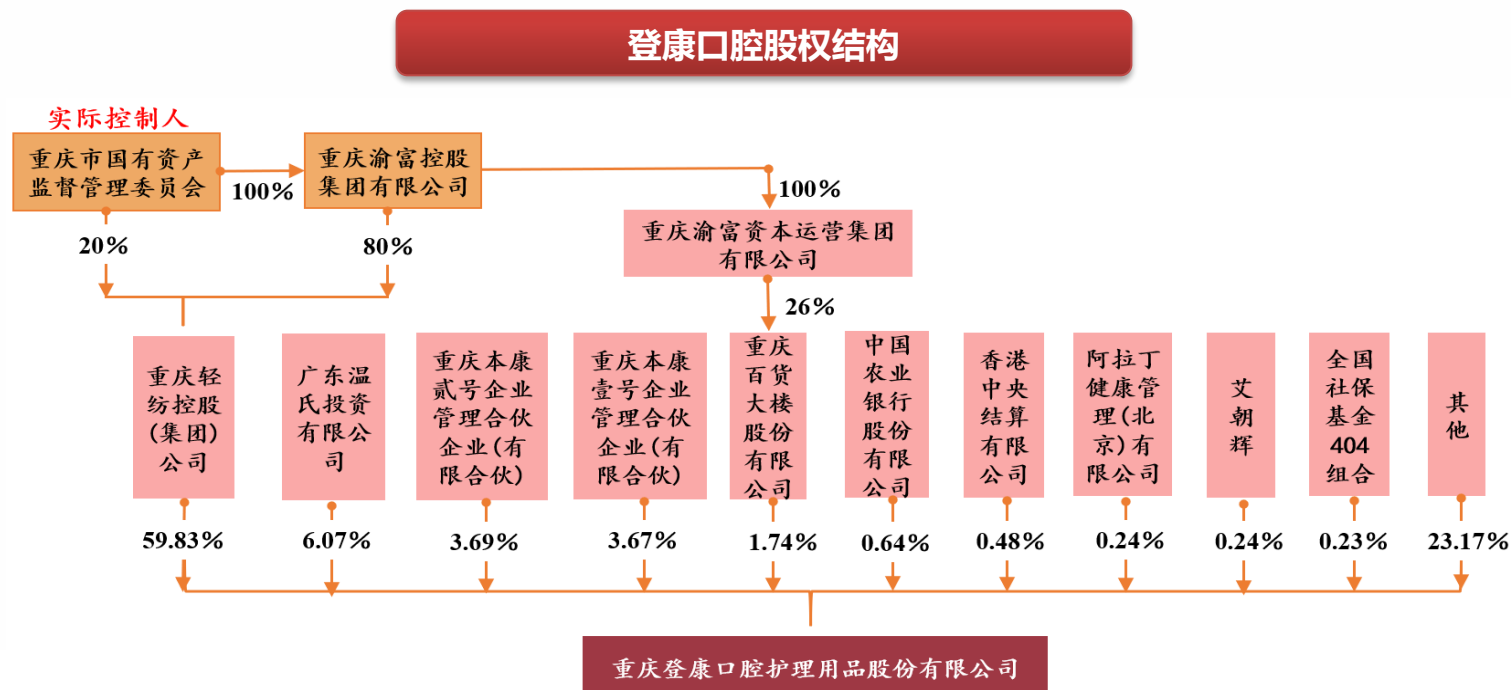


数据来源：登康口腔官网，西南证券整理

www.swsc.com.cn

重庆市国资委控股，股权结构稳定

- 重庆市国资委控股，股权结构稳定。公司实际控制人为重庆市国资委，其通过轻纺集团和渝富控股持有公司59.8%股份；通过重庆百货持有公司0.5%股份，合计持股60.3%。广东温氏持有公司6.1%股份，员工持股平台本康壹号和本康贰号分别持有公司3.7%和3.7%股份。员工持股激励充足，持续激发管理团队活力。2023年重庆市国资委向渝富控股无偿划转其持有的轻纺集团（本公司控股股东）80%股权，国资委持股比例不变，股东层级增加了渝富控股。



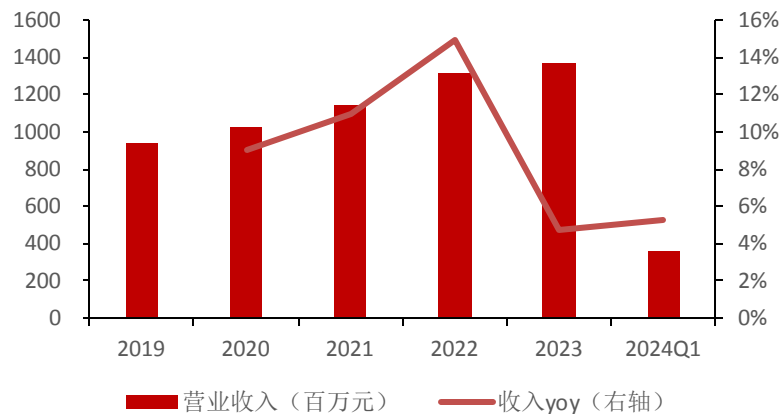
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

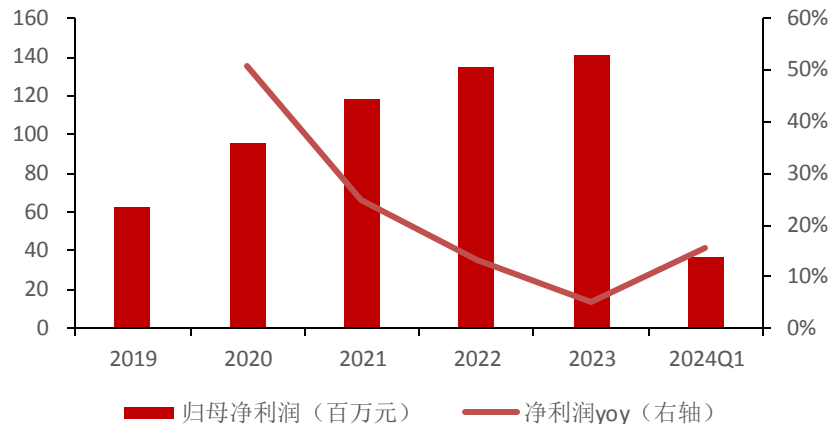
收入增长稳健，抗风险能力强

- **经营稳健，产品结构优化，营收及净利润稳定增长。**2019-2023年公司营收从9.4亿元上升至13.8亿元，CAGR为9.9%，公司深耕线下渠道的同时积极拓展新零售渠道，并且持续优化产品结构提升产品均价，抵御了外部环境波动的压力，收入稳健增长。
- **利润端来看，2019-2023年公司净利润从0.6亿元上升至1.4亿元，复合增速为22.3%，**受益于产品结构优化，利润增速总体快于收入增速。

2019-2024Q1公司营业收入及同比增速



2019-2024Q1公司归母净利润及同比增速



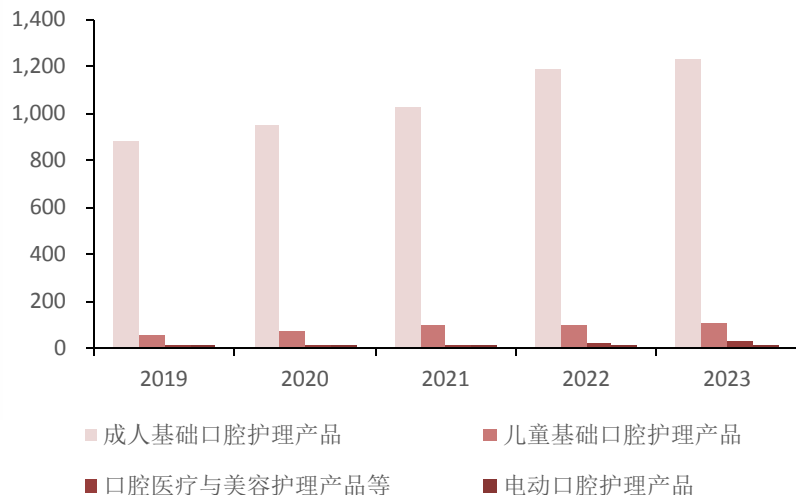
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

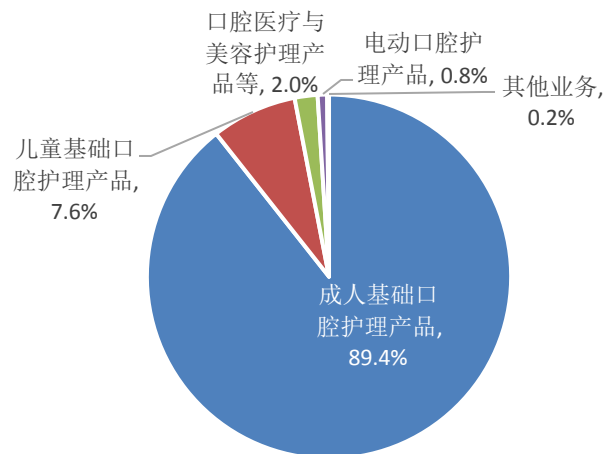
成人口腔护理稳健增长，儿童、美护和电动牙刷增长较快

- **成人基础口腔护理产品贡献公司主要收入，收入基本盘稳定增长。**分品类来看，公司产品以成人口腔护理产品为主，收入占比90%左右，2023年公司成人基础口腔护理产品/儿童基础口腔护理产品/口腔医疗与美容护理产品/电动口腔护理产品的营业收入分别为12.3亿元/1亿元/2794万元/1155万元，收入增速分别为3.5%/6%/48%/123%。其中2020-2023年成人/儿童基础口腔护理产品复合增速分别为8.5%/18.5%。成人口腔护理收入增长稳健，儿童口腔护理产品增长较快。
- **口腔医疗及美容护理产品和电动口腔护理产品成长空间大。**口腔美容护理和电动口腔护理产品行业处于成长期，行业竞争格局分散，新锐品牌较多。公司抓住行业成长机遇持续推出电动牙刷、漱口水、牙线签等新品，丰富产品品类，公司口腔医疗与美容护理产品和电动口腔护理产品收入快速增长，以上两个品类2020-2023年收入复合增速分别达214%/54%。

2019-2023年公司各品类营收规模（百万元）



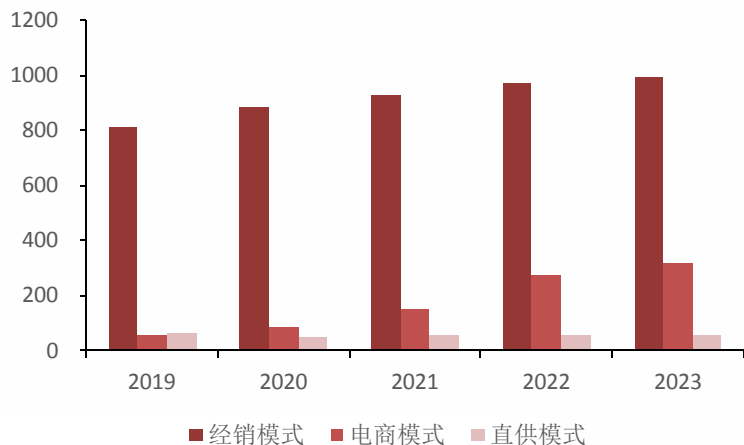
2023年公司各品类营收规模占比



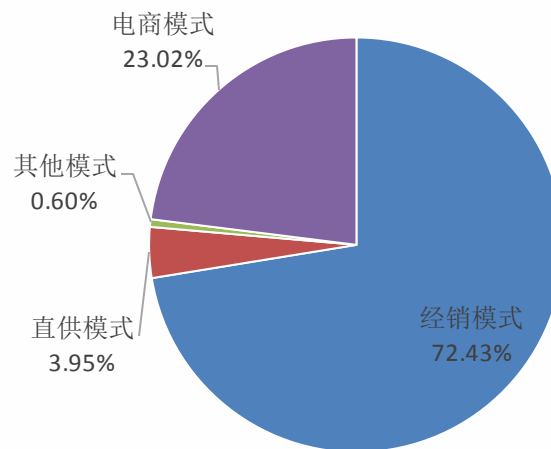
线下渠道稳步扩容，电商渠道发展迅速

□ **线下渠道稳步扩容，电商渠道发展迅速。**公司销售渠道主要为经销、直供、电商模式，以线下经销渠道为主。2023年经销模式/直供模式/电商模式营收分别为9.9/0.5/3.2亿元，占总收入比例分别为72.4%/3.9%/23.0%。2020-2023年传统经销渠道抵御了疫情后线下消费场景减少的冲击，收入保持稳定增长趋势，2020-2023年收入复合增速5.1%。电商模式发展迅速，公司电商渠道覆盖抖音、天猫、京东等各大电商平台，其中抖音渠道于2020年布局后快速发展。在抖音拉动下公司电商渠道在2020-2023年间实现复合增长率53.2%。2023年经销/直供/电商渠道收入同比增速分别为2.1%/0.1%/14.5%，电商渠道成为公司营收增长的主要动力源。随着公司直播电商等销售手段运营成熟，电商模式有望继续保持较快增长。

公司各细分渠道营收规模（百万元）



2023年公司各细分渠道营收占比

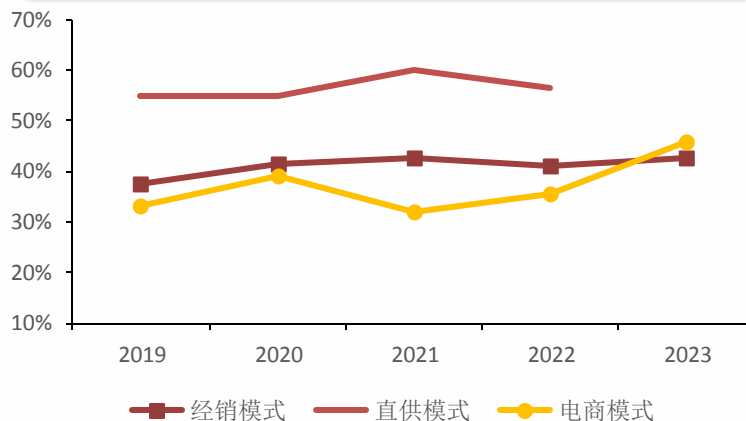


数据来源：登康口腔招股书，登康口腔年报，Wind，西南证券整理

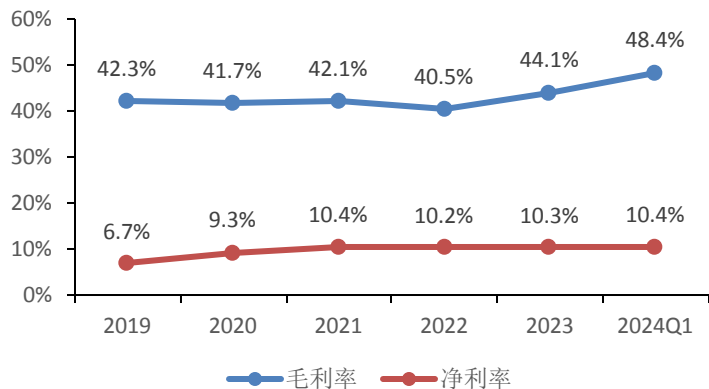
电商及新品拉动毛利率结构性改善，净利率总体稳定

□ **毛利率结构性改善，盈利能力总体稳定。**近年公司毛利率保持在40%以上，随着电商渠道毛利率快速提升，以及产品结构里中高端产品占比上升，公司整体毛利率结构性改善。2023年公司毛利率达到44.1%，同比+3.6pp；2024Q1上升至48.4%，同比+7.2pp。分渠道来看，公司电商模式毛利率改善最为明显，2021-2023年从32%提升至45.9%，成为公司毛利率提升的主要驱动。

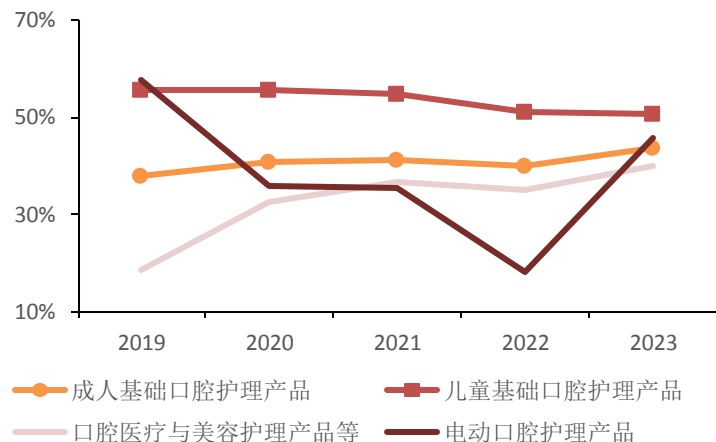
2019-2023年公司分渠道毛利率



2019-2024Q1公司毛利率、净利率



2019-2023年公司分品类毛利率



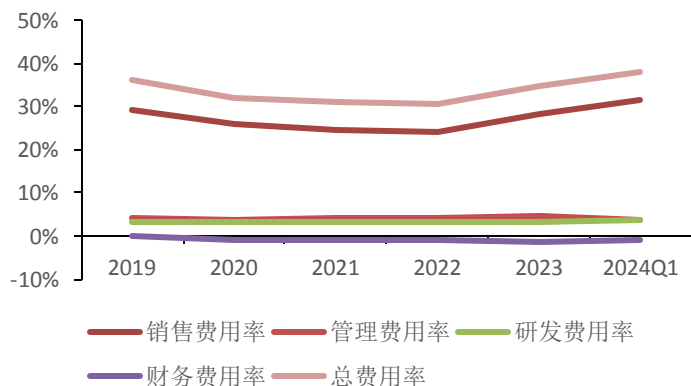
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

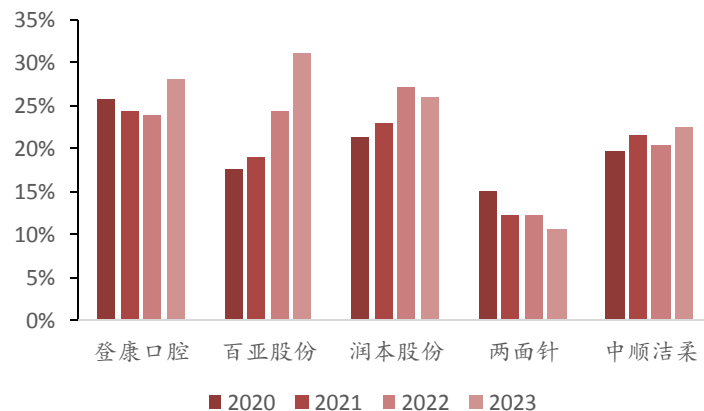
销售费用率有所上升，费效比有优化空间

- 销售费用率有所上升，随着电商渠道规模效应发挥，费效比有望优化。2019-2023年公司销售费用率分别为29.2%/25.8%/24.5%/24.0%/28.1%，2019-2022年受疫情影响线下消费场景减少，公司相应减少品牌推广费用；2023年销售费用率有上升趋势，主要由于公司加大电商渠道的费用投入，促销费用和广告宣传费用有所增长。公司在电商渠道相应提升产品价格带，聚焦中高端产品线，用相对较高的毛利率弥补费用率的提升，从而保持净利率稳定。同行业来看，公司销售费用率处于行业中上游水平，公司电商渠道尚处于起步初期，费效比仍有优化空间。

2019-2024Q1公司各项费用率



2020-2023可比公司销售费用率对比



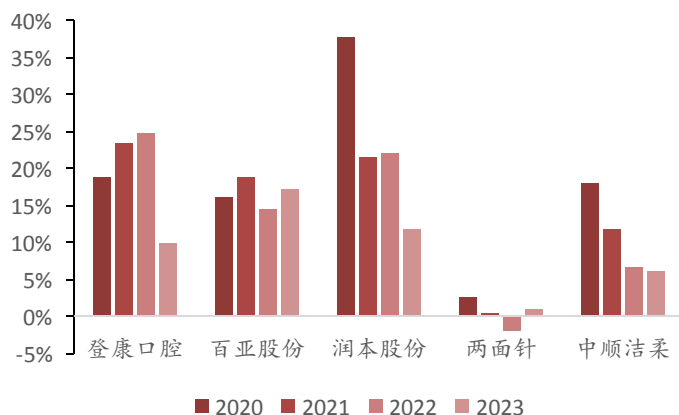
数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

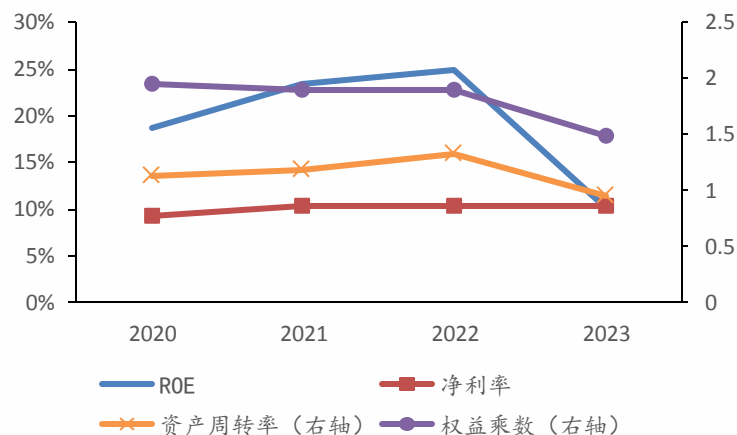
ROE有望回升

□ 上市前ROE较高，随着募投资金逐步投入渠道建设，公司ROE有望回升。2020-2022年公司ROE稳步提升，2022年为24.8%。2023年公司ROE下降至10.1%，主要由于IPO后权益乘数从1.9下降至1.5；资产周转率从1.33下降至0.95。资产周转率下降主要是公司货币资金和交易性金融资产等流动资产大幅增加，流动资金尚未转化为生产经营投入并产生效益。展望后续来看，我们认为公司盈利能力稳定性较强，随着公司发力线上突围，优化产品结构，净利率和资产周转率有望持续优化，ROE有望进一步改善。

2023年登康与可比公司ROE对比



2020-2023年公司ROE拆分



数据来源: Wind, 西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ **公司概况：抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实**

◆ **行业分析：基础产品量稳价增，新品开拓空间充足**

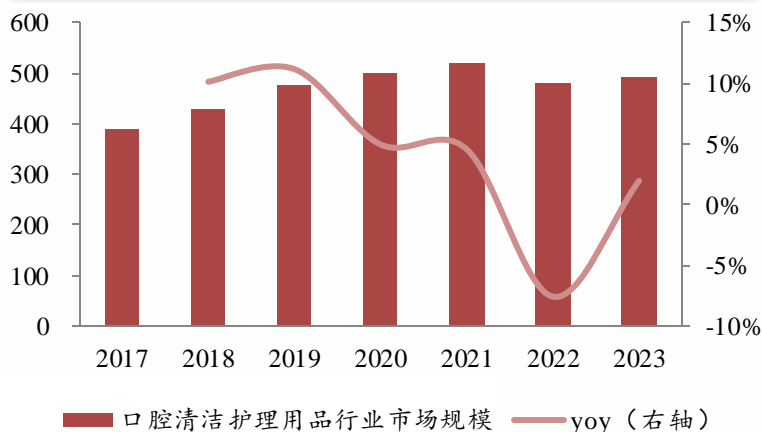
◆ **公司分析：产品结构优化空间大，线上发力加速成长**

◆ **盈利预测与估值**

口腔护理行业：市场规模不断扩大，新品类增长可期

- 口腔清洁护理行业的市场规模稳步扩张，新品类增长可期。2017-2023年国内口腔清洁护理行业规模从388.5亿扩张至491.5亿元，复合增速为4%。其中牙膏牙刷构成口腔护理行业市场规模的主体，2023年牙膏/牙刷的市场规模占口腔护理行业的61.5%/33.3%，其中电动牙刷占牙刷市场规模47.7%。新品类漱口水/液、牙线/牙线签目前的规模相对较小，2023年市场规模占比3.3%、1.3%。随着消费者消费观念升级以及产品价格带趋于丰富，电动牙刷、漱口水、牙线签等新产品近年市场规模快速扩张。

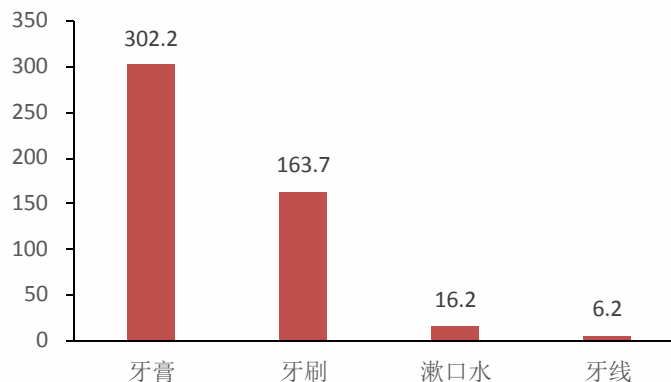
2017-2023口腔护理行业市场规模（亿元）



数据来源：智研咨询，欧睿，西南证券整理

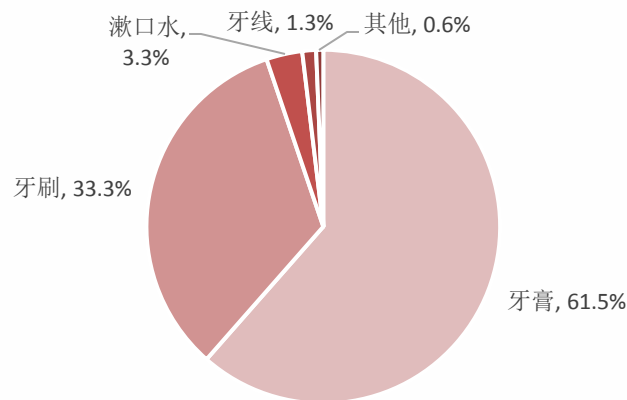
www.swsc.com.cn

2023口腔护理行业各品类规模（亿元）



数据来源：欧睿，西南证券整理

2023口腔清洁护理行业各品类规模占比

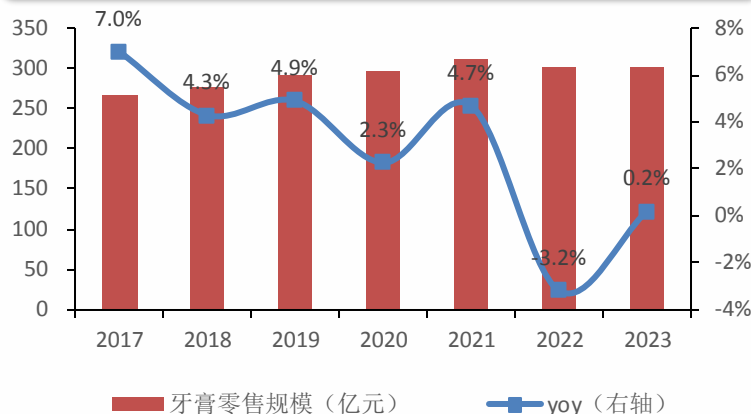


数据来源：欧睿，西南证券整理

牙膏市场：销量整体平稳，均价持续稳步提升

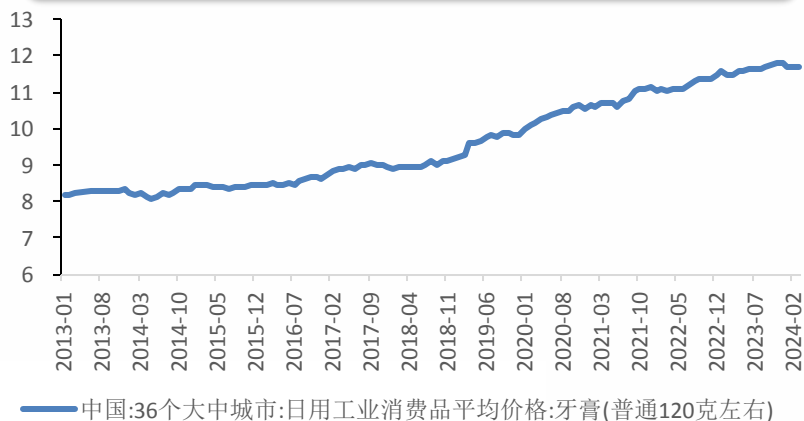
- 牙膏市场规模总体稳中有增。**2017年到2023年牙膏品类市场规模从266亿元增长至302.2亿元，复合增速在2.1%。牙膏品类市场规模销量整体平稳，近年受线下消费场景萎缩影响销量有所波动，行业均价持续缓慢提升。
- 牙膏为消费升级的受益品种，**主要由于牙膏消费频率低，单次消费金额不高，消费者对提价不敏感；此外消费者口腔健康护理意识增强，对产品功能需求个性化，新产品如酵素美白牙膏、益生菌牙膏等普遍定价偏中高端。根据欧睿数据，2017-2023年全国牙膏均价复合增速在0.7%左右。根据Wind数据，2017-2023年36个大中城市120g牙膏产品均价复合增速4.5%，预计大中城市在牙膏品类的消费升级更显著。

2017-2023牙膏品类市场规模及增速



数据来源：欧睿，西南证券整理

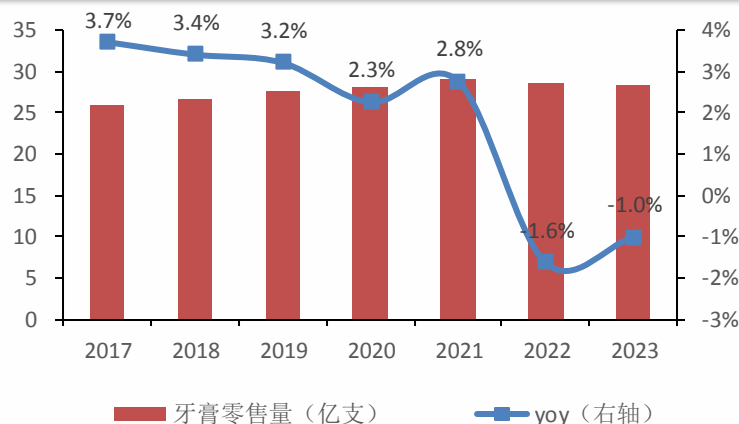
牙膏均价走势（元/盒）



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

2017-2023国内牙膏销量及增速



数据来源：欧睿，西南证券整理

牙膏市场：价格带上限较高，功能趋于细分

- 从各品牌产品价格分布来看，牙膏品类核心价格带为10-30元，30元以上和10元以下的SKU较少。超高端市场主要为美白、抗敏功能，美白功能类似化妆品定位，抗敏功能有医疗专业背书，定价基础较高；15-30元为各品牌的核心功能价格带，为各品牌主推款式；10-15元为品牌的低端家庭装/囤货装价格带；10元以下为低端渠道价格带，天猫渠道的品牌对10元以下价格较少布局。

表：不同品牌牙膏产品价格对比（按价格带划分）

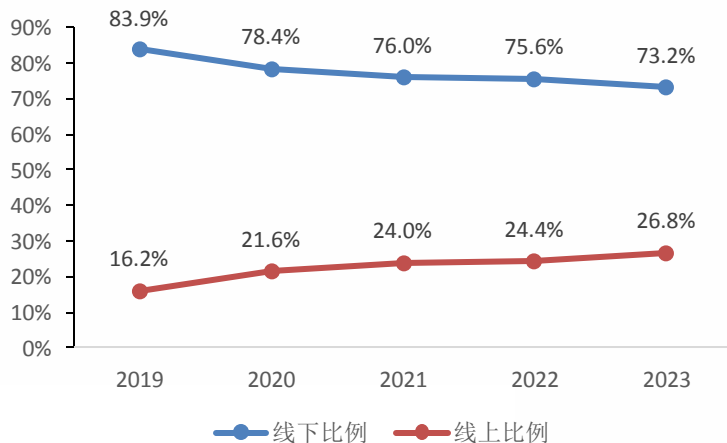
价格带	品牌	产品	规格	价格
50元以上	好来	深导白美白去黄含氟牙膏	100g	99
	高露洁	红管酵素牙膏美白火星亮白去烟渍	101g	80
	云南白药	双效抗敏感牙膏薄荷缓解牙敏感护龈	150g	52.8
30-50元	冷酸灵	医研抗敏专效修护热感美白7天密集修护牙膏	100g	39.9
	舒适达	专业修护NOVAMIN牙本质修护技术PRO专业系列	100g	40
	高露洁	氨基酸牙膏护龈含氟固齿	90g	38
	云南白药	经典留兰香型口气清新改善牙龈问题囤货装	180g	35
20-30元	冷酸灵	医研抗敏即速60s抗敏感泵式牙膏	120g	28.9
	舒适达	三重焕齿脱敏技术氟磷石灰石修复牙膏	100g	29.9
	佳洁士	热感溶渍美白牙膏含烟酰胺去除咖啡渍烟渍	90g	22
	云南白药	薄荷清爽型薄荷牙膏清新口气温和清洁	150g	29.5
15-20元	冷酸灵	极地白泵式抗敏牙膏	130g	20
	冷酸灵	专研抗敏益生菌白桃/果香牙膏	140g	17
	好来	星耀白花翠精华美白牙膏	120g	17
	好来	超白白酵素溶渍防渍双科技	120g	15
	高露洁	冰爽畅销清新口腔花香茶香	95g	19.9

价格带	品牌	产品	规格	价格
10-15元	冷酸灵	专研抗敏/美白酵素/护龈配方牙膏组合装	100g	12.5
	好来	茶倍健美白清新含氟	140g	13
	好来	双重薄荷清新口气家庭装	225g	14.9
	高露洁	每日光泽含氟清新口气防蛀护龈	120g	13
10元以下	佳洁士	双色锁白去渍+防渍美白香氛牙膏	120g	12
	冷酸灵	小苏打洁白抗敏牙膏	110g	10
	冷酸灵	小冰柠/小茶醇/小沁爽/小盐珍多效牙膏清新口气	100g	9
拼多多渠道	李博士	酵素牙膏去黄去渍美白去口臭清火护龈清新口气	120g	5.8
	舒客	专效美白/防蛀/护龈/酵素	100g	5.6
	冷酸灵	全家福7支囤货装	120g	5.1
	云南本草	云南草本家庭实惠清新口气囤货装	180g	5.5

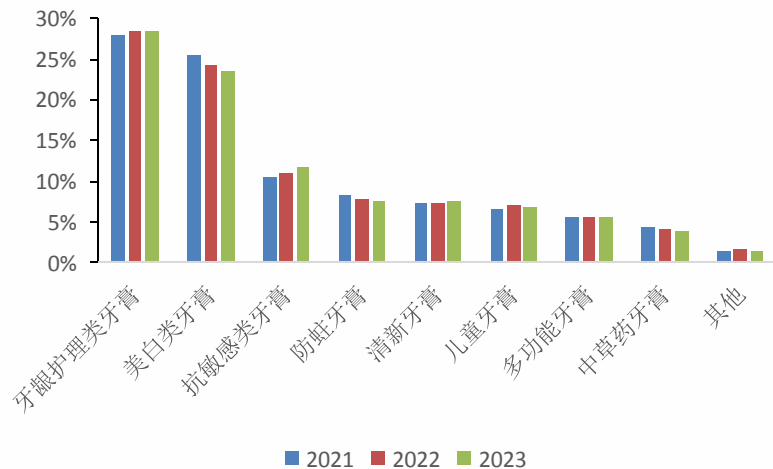
牙膏市场：牙龈护理和美白类牙膏占比较高

- 分产品功能来看，牙龈护理类和美白类的牙膏占据过半规模。从2023年来看，牙龈护理类牙膏市场规模最大，占比28.5%，主要品牌为云南白药等；美白类牙膏规模占比23.6%，主要品牌为好来、舒客等；抗敏感类牙膏规模占比11.7%，主要品牌有冷酸灵、舒适达等。2021-2023年牙龈护理类、抗敏感类牙膏份额稳中有增；美白、防蛀、中草药功能牙膏份额略降。目前产品功能从单一走向多样化，夯实核心功能的基础上加强产品多功能的延伸成为重要趋势。
- 分渠道看，牙膏零售渠道仍以线下渠道为主，同时线上渠道迅速发展。随着电商渠道配送时效性增强，以及线上组合装产品性价比较高，牙膏零售线上渠道占比较快提升，2023年牙膏行业线上渠道占比26.8%，相比2019年提升10.7pp。展望后续，考虑到牙膏仍有即时性消费需求，低线城市线上购买牙膏时效性不强，预计线下市场仍为牙膏销售的主要市场，但线上占比仍持续提升。

2019-2023年牙膏线上线下渠道分布



2021-2023各功能牙膏线下市场规模占比



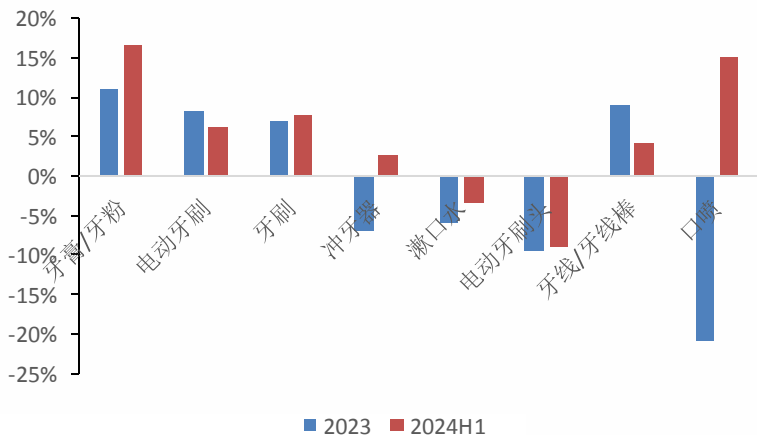
数据来源：登康口腔招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

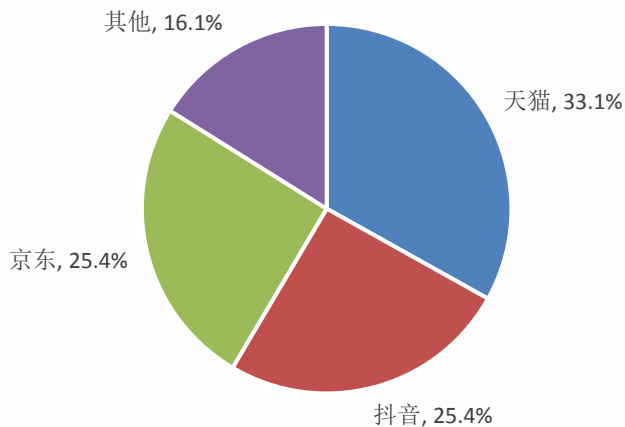
牙膏市场：牙膏线上渠道较快增长，抖音平台增势迅猛

- **牙膏/牙粉线上渠道保持较快增速，线上增速好于线下。**根据中国口腔用品协会数据，2023年和2024H1牙膏/牙粉品类线上零售额增速分别为11%/16.7%，线上仍保持较快增长趋势，线下市场有所萎缩。分渠道来看，牙膏/牙粉品类2023年抖音渠道增长最快，全年增速60%，天猫渠道同比+0.3%。其余品类中电动牙刷和手动牙刷品类线上增速稳健，牙线棒品类保持正增长，冲牙器、漱口水、电动牙刷头、口喷等品类增速波动较大。
- **分平台来看，抖音渠道增速最快。**根据中国口腔用品协会数据，口腔护理产品整体2023年及2024H1抖音渠道零售额同比增速分别达到59.6%/36.0%，2024H1天猫/抖音/京东渠道分别占比33.1%/25.4%/25.4%，抖音已经与京东并列成为口腔护理线上第二大渠道。

口腔护理各品类线上零售额同比增速



2024H1口腔护理线上零售分渠道份额



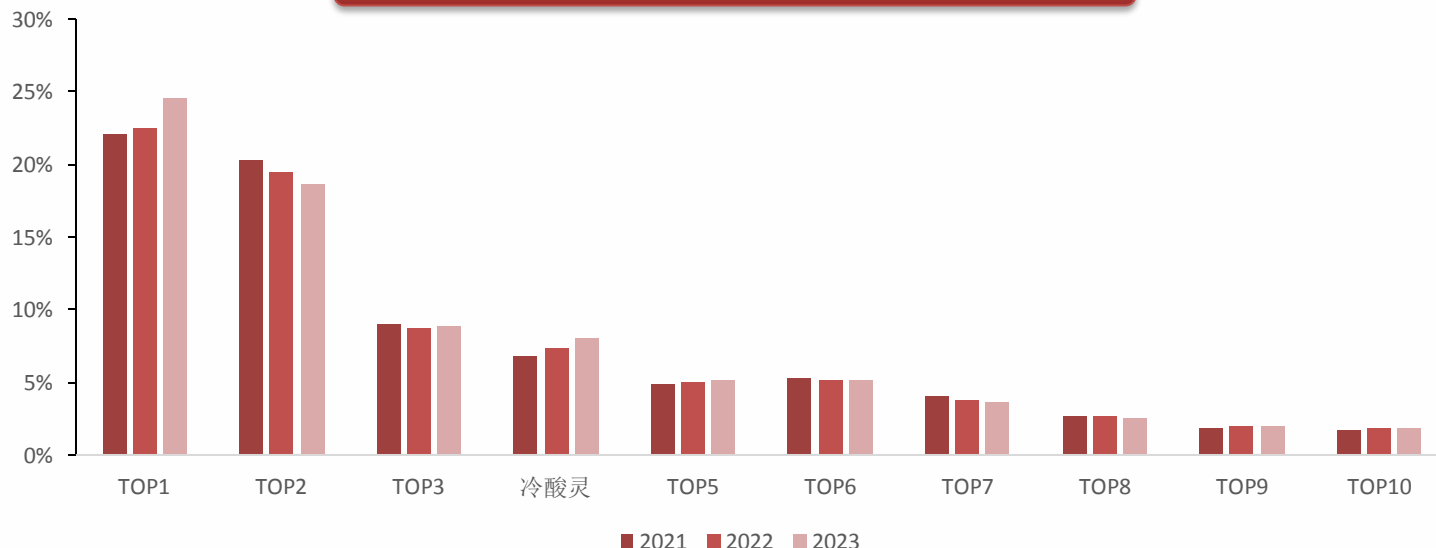
数据来源：中国口腔用品协会，西南证券整理

www.swsc.com.cn

牙膏市场：品牌间份额存在分化

- 近几年市场份额格局来看，云南白药、冷酸灵品牌份额稳步提升，好来、高露洁、中华等外资品牌以及长尾小品牌份额收缩。2023年牙膏产品线下市场份额CR10为80.6%，CR5为65.4%。我们认为形成分化的原因主要有：1) 疫情后KA流量减少，对品牌的深度经销分销体系和渠道管理能力提出挑战；2) 在流量高度分散化的渠道模式下，直播电商、内容电商、O2O到家业务对传统渠道分流，部分国产品牌及时进行渠道布局，份额进一步提升；3) 消费者对口腔护理意识逐步提升，对产品功能有更多元和个性化需求，部分品牌新品迭代速度较快，消费者粘性高。

2021-2023年牙膏品牌线下销售额份额变动



数据来源：欧睿，西南证券整理

www.swsc.com.cn

牙膏市场：线上品牌份额更分散，品牌有弯道超越机会

- 电商渠道头部品牌份额变化大，各品牌均有突破机会。**牙膏品类线上渠道尚未像线下一样形成稳定竞争格局，在线下占据20%以上市场份额的云南白药在线上市场份额仅为10%左右，且品牌份额变化大。部分新品牌通过高费用投放份额进入前十，如ORALSHARK、参半等，但考虑到线上品牌竞争激烈，新品牌成长持续性有待验证。牙刷品类线上竞争格局较牙膏品类更加分散，5-10名品牌变化较大。部分品牌专营牙刷品类，如惠百施、卡尼尔、朗利洁等，品牌力天花板有限，全品类口腔护理品牌份额仍有提升空间。

表：牙膏线上零售前十大品牌排名及份额

排名	2023年		2024H1	
	品牌	市占率	品牌	市占率
1	云南白药	10.9%	云南白药	9.4%
2	好来	7.6%	好来	7.0%
3	佳洁士	6.0%	高露洁	5.4%
4	高露洁	5.4%	舒客	4.9%
5	舒客	4.9%	舒适达	4.6%
6	舒适达		佳洁士	排名下滑
7	ORALSHARK		冷酸灵	排名上升
8	冷酸灵		白云山	新进入
9	敬修堂		ORALSHARK	排名下滑
10	狮王		参半	新进入

表：牙刷线上零售前十大品牌排名及份额

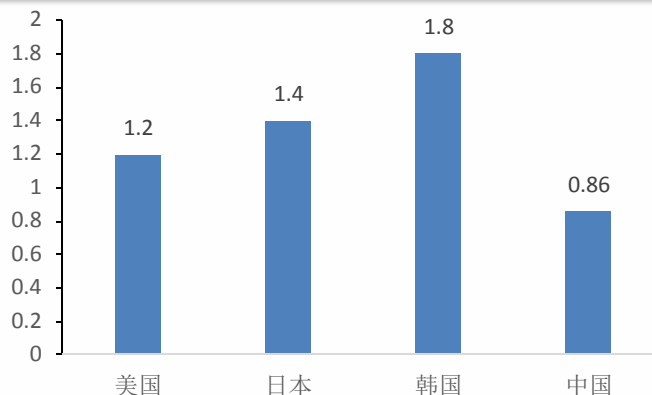
排名	2023年		2024H1	
	品牌	市占率	品牌	市占率
1	惠百施	7.2%	狮王	7.1%
2	狮王	6.6%	惠百施	6.9%
3	舒客	5.6%	舒客	5.5%
4	高露洁	5.4%	高露洁	5.3%
5	好来	4.6%	好来	3.4%
6	青蛙		青蛙	排名不变
7	纳美		卡尼尔	新进入
8	三笑美洁		冷酸灵	新进入
9	朗利洁		卡玫尔	新进入
10	佳洁士		倍加洁	新进入

数据来源：中国口腔用品协会，西南证券整理

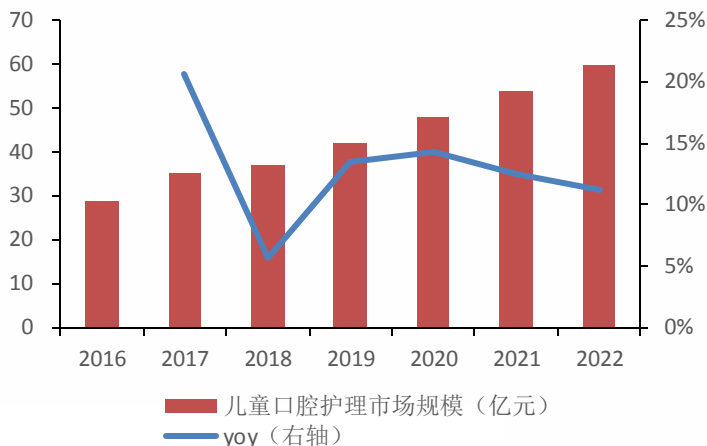
儿童口腔护理：渗透率有较大提升空间

□ 儿童口腔护理市场逐步细分化、专业化，渗透率仍有较大提升空间。与国外对比来看，中国12岁以下儿童牙齿龋病率较低，但对比海外较为完善的儿童口腔医疗和保健体系，目前国内儿童口腔护理的专业化需求、进阶需求仍有待进一步挖掘。2022年国内儿童基础口腔护理产品（包括儿童牙膏和牙刷）渗透率仅为38.7%，渗透率仍然较低。随着消费者观念的培养和各品牌产品品质完善，儿童口腔护理市场规模有望持续提升。

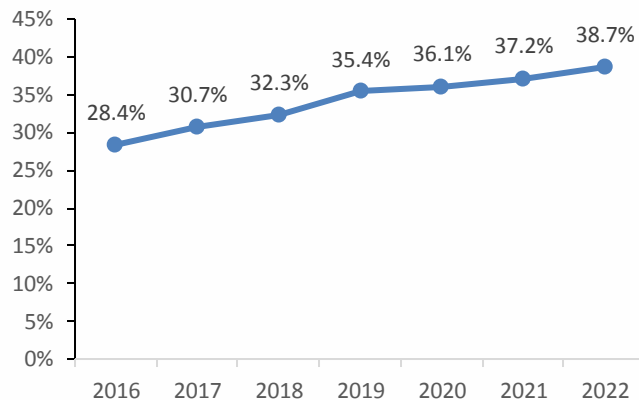
12岁以下儿童平均龋齿数（颗）



儿童口腔护理市场规模及增速



儿童基础口腔护理产品渗透率



数据来源：CBNData，西南证券整理

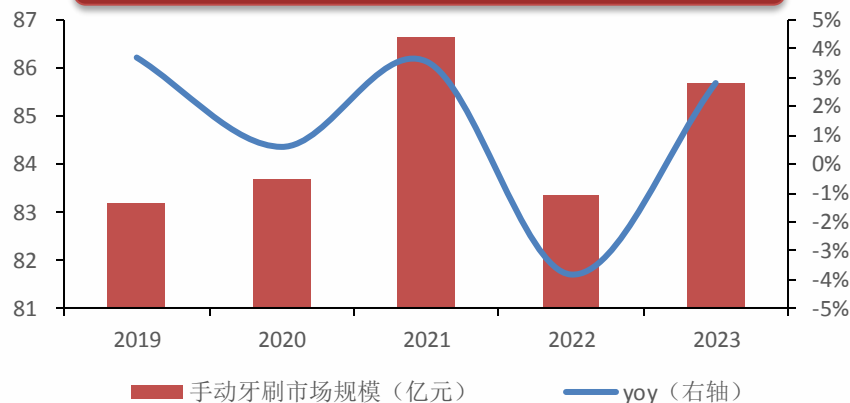
www.swsc.com.cn

数据来源：CBNData，西南证券整理，渗透率计算方法为年内使用基础口腔护理产品（包括儿童牙膏和儿童牙刷）的2-12岁儿童人数/2-12岁儿童总人数

传统牙刷市场：份额较为分散，积极拓展线上渠道

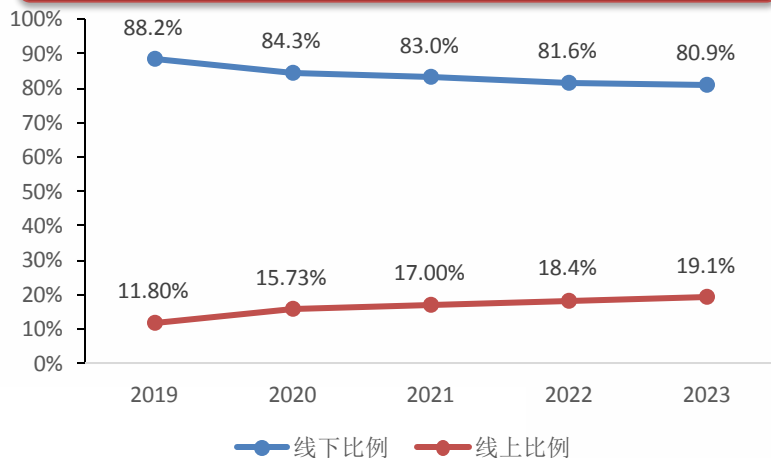
- 手动牙刷市场规模有所收缩，线上渠道发力。
2023年传统牙刷市场规模为85.7亿元，2019-2023年牙刷市场规模较为稳定。线下渠道是牙刷收入的主要来源，每年占比达80%以上；线上渠道占比稳步提升，2023年占比相比2019年提升了7.3pp。
- 手动牙刷市场份额较为分散。2023年线下牙刷前十品牌销售额份额合计为37.7%，而第一大品牌的市场份额不足7%，牙刷市场品牌较为分散。

2019-2023年手动牙刷销售额及增速

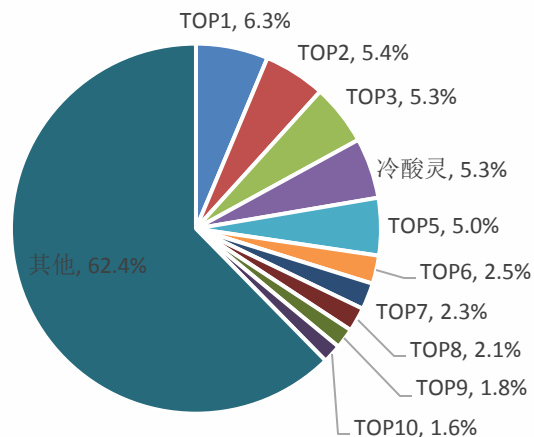


数据来源：欧睿，西南证券整理

2019-2023年牙刷线上线下渠道分布



2023年牙刷前十品牌销售额市场份额



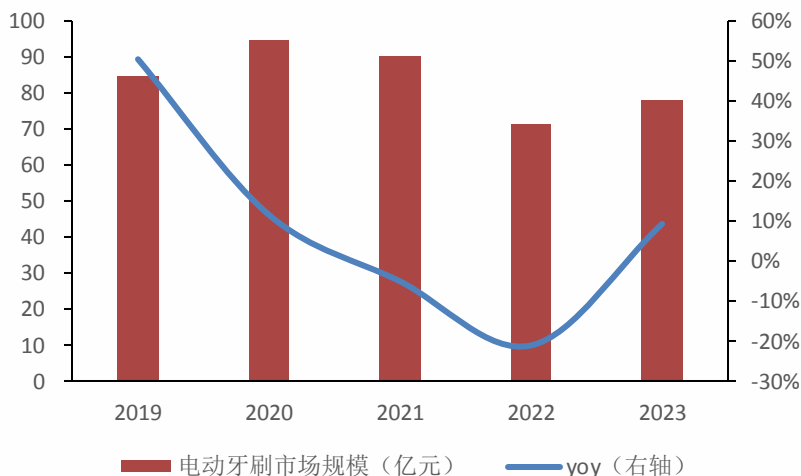
数据来源：登康口腔年报，尼尔森，西南证券整理

数据来源：登康口腔年报，尼尔森，西南证券整理

新品类：功能属性强，国产品牌有弯道超车机遇

- **电动牙刷市场规模回归增长。**2021-2022年电动牙刷市场规模短暂下滑，2023年恢复增长态势，规模达78亿元。目前电动牙刷品牌推出扫振功能等新品，产品升级有望带动行业规模稳步回升。
- 随着直播电商和内容电商等平台兴起，国产品牌凭借性价比优势以及新零售渠道营销快速放量。根据中国口腔用品协会数据，2024H1电动牙刷线上渠道国产品牌Usmile、徕芬、飞科、米家跻身TOP5，抢占中端及低端客户，飞利浦和欧乐B等外资品牌市占率较2023年下降。其中徕芬凭借扫振技术电动牙刷新品快速打开市场，2024H1线上市场份额排名第二，达到16.2%，侧面证明电动牙刷赛道技术领先的重要性。

2017-2023年电动牙刷市场规模及增速



电动牙刷市场线上渠道头部品牌份额

排名	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5
品牌	Usmile 笑容加	徕芬	飞利浦	欧乐B	米家
2024H1 线上市占率	25.6%	16.2%	15.1%	8.8%	4.4%
排名	TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5
品牌	Usmile 笑容加	飞利浦	欧乐B	飞科	米家
2023年线上 市占率	27.6%	19.3%	10.2%	4.4%	4.1%

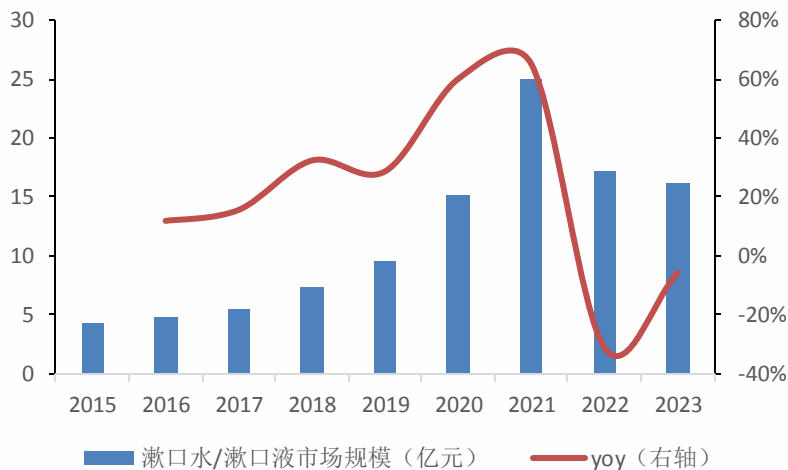
数据来源：欧睿，西南证券整理

数据来源：中国口腔用品协会，西南证券整理

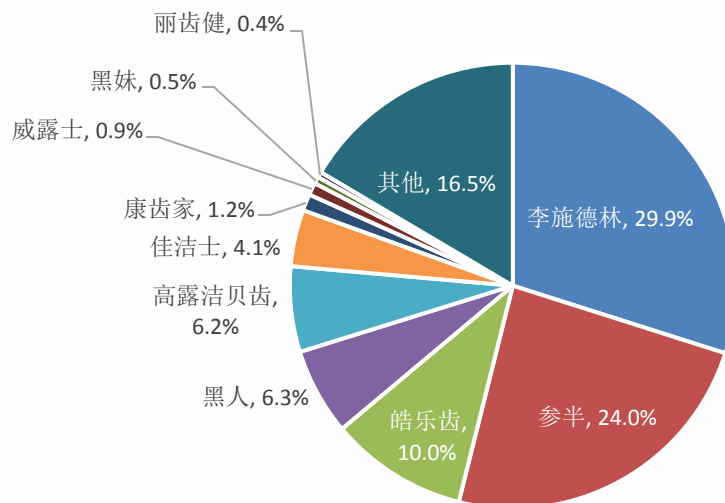
新品类：功能属性强，国产品牌有弯道超车机遇

- **漱口水/漱口液**：根据欧睿数据显示，2017-2021年漱口水/漱口液的市场规模持续快速增长，年复合增长率高达45.7%，至2021年漱口水/漱口液市场规模达25亿元，2022年受疫情影响下滑，2023年降幅有所收窄。根据欧睿国际数据，漱口水主要品牌有李施德林、参半、皓乐齿、黑人、高露洁贝齿等，2022年市场份额分别为29.9%、24.0%、10.0%、6.3%、6.2%，新玩家较多，包括以牙膏牙刷为主的传统品牌黑人、佳洁士、高露洁等，以及主打漱口水产品的李施德林、参半等。国产品牌对消费者偏好反馈及时、渠道调整灵活，有望在高成长赛道获得更高份额。

2017-2023年漱口水/液市场规模及增速



2022年漱口水/漱口液品牌市场份额



数据来源：欧睿，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ **公司概况：抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实**

◆ **行业分析：基础产品量稳价增，新品开拓空间充足**

◆ **公司分析：产品结构优化空间大，线上发力加速成长**

◆ **盈利预测与估值**

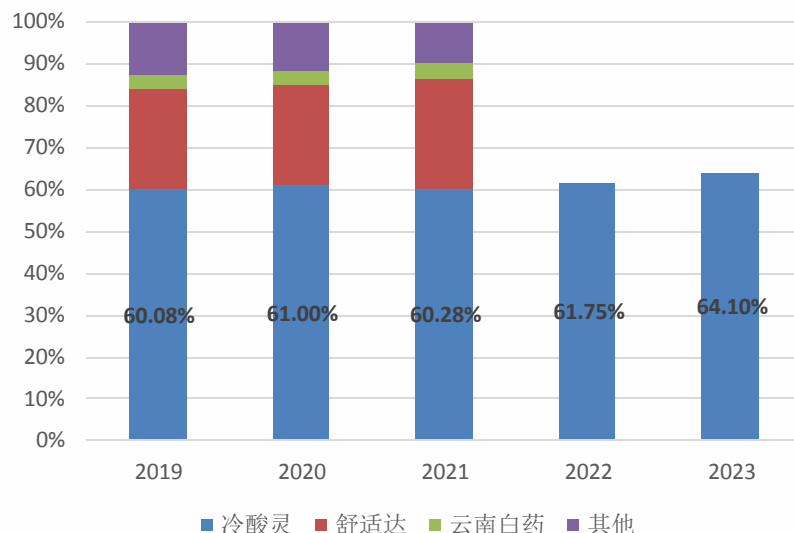
抗敏赛道壁垒深厚，公司技术壁垒较高

□ **冷酸灵抗敏技术成熟，抗敏感赛道市场地位稳固。**抗敏感牙膏技术壁垒较高，对抗敏感材质的配方及长期稳定性有较高要求，消费者对标志性品牌认可度高，品牌粘性较强。国产品牌冷酸灵凭借多年品牌积淀和技术开发能力，在抗敏感牙膏细分赛道市占率稳定在60%以上，远超第二名舒适达。目前冷酸灵抗敏技术已经迭代至第三代生物玻璃陶瓷技术，与舒适达专利技术为同代际专利技术，技术水平已经接近。

表：冷酸灵抗敏技术

技术名称	技术功能
氯化锶	1974公司年与重庆市口腔病医院（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锶抗过敏牙膏
双重抗敏技术	2003年在国内首次提出采用硝酸钾和氯化锶两种脱敏剂，形成了既封闭牙本质小管又阻断牙神经传导的抗牙齿敏感功效组合
生物玻璃陶瓷Bioguard专利技术	2013年，冷酸灵与四川大学华西口腔医学院联合研发，采用生物活性（功能）材料HX-BGC，释放钙、磷等离子，能够与牙齿受损部位有机结合，形成类似于牙釉质结构的矿物保护层，帮助修复敏感牙齿受损部位

抗敏感牙膏线下市场销售份额变化趋势



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

牙膏定位性价比，产品矩阵高端化空间充足

表：各品牌电商平台价格对比（按功能对比）

	品牌	产品	规格	价格（元/件）
抗敏产品价格对比	冷酸灵	医研抗敏专效修护热感美白7天密集修护牙膏	100g	39.9
		医研抗敏即速60s抗敏感泵式牙膏	120g	28.9
		极地白泵式抗敏牙膏	130g	20
		专研抗敏益生菌白桃/果香牙膏	140g	17
		专研抗敏/美白酵素/护龈配方牙膏组合装	100g	12.5
	舒适达	专业修护NOVAMIN牙本质修护技术PRO专业系列	100g	40
		护釉健系列牙釉质修复重塑牙膏	100g	43
		三重焕齿脱敏技术氟磷石灰石修复牙膏	100g	29.9
其他功能产品价格对比	冷酸灵	光感美白溶渍白桃味牙膏	120g	15
		小苏打洁白抗敏牙膏	110g	10
		小冰柠/小茶醇/小沁爽/小盐珍多效牙膏清新口气	100g	9
	好来	深导白美白去黄含氟牙膏	100g	99
		星耀白花翠精华美白牙膏	120g	17
		超白白酵素溶渍防渍双科技	120g	15
		茶倍健美白清新含氟	140g	13
		双重薄荷清新口气家庭装	225g	14.9
	佳洁士	热感溶渍美白牙膏含烟酰胺去除咖啡渍烟渍	90g	22
		双色锁白去渍+防渍美白香氛牙膏	120g	12
		专研全优7效快速清火护龈快速抗敏感	120g	24.9
	高露洁	红管酵素牙膏美白火星亮白去烟渍	101g	80
		氨基酸牙膏护龈含氟固齿	90g	38
		冰爽畅销清新口腔花香茶香	95g	19.9
		每日光泽含氟清新口气防蛀护龈	120g	13
云南白药	经典留兰香型口气清新改善牙龈问题囤货装	180g	35	
	薄荷清爽型薄荷牙膏清新口气温和清洁	150g	29.5	
		双效抗敏感牙膏薄荷缓解牙敏感护龈	150g	52.8

数据来源：各品牌天猫官方旗舰店，西南证券整理

牙膏定位性价比，产品矩阵高端化空间充足

- ❑ **冷酸灵牙膏价格定位大众消费品牌，注重性价比，产品结构优化空间充足。**从各品牌终端零售价格对比来看，冷酸灵在高中低端价格带均有产品布局，最高端产品为医研抗敏第三代技术生物玻璃陶瓷技术产品，与舒适达同代际技术产品定价接近，为40元左右；中端15-20元价格带有专研抗敏+美白/护龈/防蛀等多功能产品；低端产品为15元以下单价，部分单品在10元以下，同时兼顾简单的抗敏功能，性价比突出。
- ❑ **主动优化产品结构，高毛利产品占比有望持续提升。**公司医研、专研、预护、基础四大产品系列中，专研和医研产品定价和毛利率显著优于其他系列，目前占整体收入比例仍然较低。目前公司主动优化10元以下低端产品线，减少低端SKU，加强高端产品推广，产品结构优化效果有望较快体现。

表：冷酸灵四大产品平台

	基础平台	预护平台	专研平台	医研平台
产品特征	经典抗敏感牙膏，在第一代抗敏感技术的基础上焕新升级，同时开发清火、防菌、固齿护龈、健齿护龈等产品系列。	在含抗敏感功效成分的基础上，开发以美白、护龈、口气清新等年轻用户需求较强的产品需求系列，满足牙齿敏感不严重的年轻用户预防牙齿敏感和日常的口腔清洁护理需求。同时，采用突破创新的直立按压泵式包装，革新了牙膏产品的包装形式和使用方式，主打时尚、新颖、便捷的特性，深受年轻时尚人群喜爱。	采用自主研发的“舒缓+修护”的双重抗敏感技术（硝酸钾舒缓因子+氯化锶修护因子），一重功效舒缓牙齿敏感，二重功效修护敏感牙齿。基于牙齿敏感用户存在多种口腔问题的现状，以“1+X”的抗敏与其他产品功能组合，满足多样化的功能需求，解决用户复合的口腔问题。	该平台产品是公司高端、专业的代表性产品，均采用具有临床研究的产品技术，专为有特定口腔问题困扰的用户开发，包括医研抗敏专效修护牙膏和医研抗敏即速60s牙膏，分别解决修护牙齿受损部位、60秒快速缓解牙齿敏感酸冷的牙齿敏感问题。
产品示意				

数据来源：西南证券整理

www.swsc.com.cn

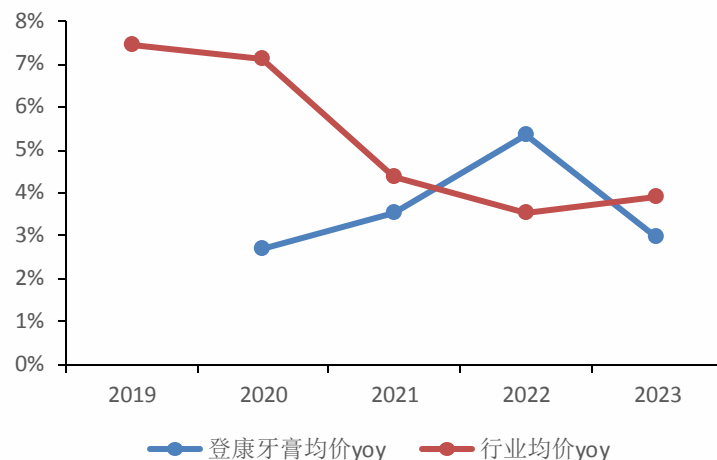
牙膏定位性价比，产品矩阵高端化空间充足

- 出厂价：公司牙膏出厂均价保持增长趋势，每年增幅3-5%。2023年在消费偏弱、销量下行情况下，公司产品均价仍然实现了2.9%的同比增速，较好弥补了行业销量下滑的压力。
- 行业均价：2019-2023年保持增长趋势，增幅在3-8%，消费者对牙膏品类提价不敏感，对提价的接受度较高。与行业对比来看，公司大部分年份提价速度低于行业零售价增速水平。冷酸灵作为行业头部品牌，具备一定议价力，随着公司产品结构优化、长尾SKU削减，均价有望保持和行业一致或高于行业增速，预计市场对提价接受程度较高。

表：登康口腔量价拆分

	2019	2020	2021	2022	2023
牙膏收入合计 (百万元)	814.2	902.1	974.1	1125.0	1146.5
yoy		10.8%	8.0%	15.5%	1.9%
牙膏销量合计 (百吨)	313.3	338.0	352.4	386.3	382.4
yoy		7.9%	4.3%	9.6%	-1.0%
牙膏均价 (元/100g)	2.60	2.67	2.76	2.91	3.00
yoy		2.7%	3.5%	5.4%	2.9%

公司牙膏出厂价格增速和行业均价增速对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

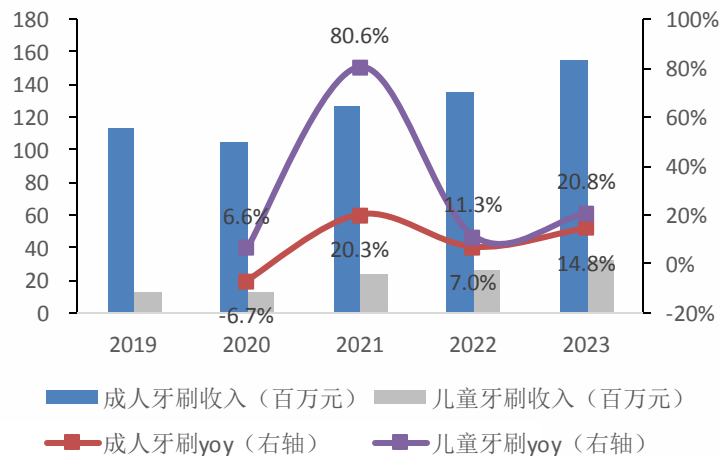
www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

手动&电动牙刷开发高端产品，提升差异化竞争优势

- **手动牙刷产品矩阵完善，同时开发细分赛道高端产品。** 手动牙刷市场分散，头部品牌投入资源较少，竞争压力较牙膏更小。冷酸灵在成人牙刷产品矩阵齐全，其中正畸刷、网红猫爪刷等定价较普通牙刷更高；普通牙刷兼顾性价比、美观度和舒适度。
- **电动牙刷布局高端，规避同质化竞争。** 公司电动牙刷产品以差异化新技术产品为主，目前主销款为公司自主研发的扫振技术电动牙刷，为行业主流新技术产品，定价在扫振技术电动牙刷中性价比突出。公司在电动牙刷等竞争激烈市场往高端产品、新技术产品布局，避免和强势品牌同质化竞争。

公司牙刷品类收入及增速



冷酸灵手动/电动牙刷产品矩阵

产品	单价 (元/支)
【宽头】云感觉小宽头软毛牙刷高密刷毛情侣牙刷组合装	3.7
【宽头】宽密净白牙刷成人宽头软毛牙刷护龈口腔清洁	6.8
【小头】猫爪软毛牙刷成人小头牙刷	12.6
【软毛】云感觉绒感护龈牙刷成人软毛牙刷囤货装	2.5
【正畸】正畸牙刷牙周护理专为牙齿矫正人群设计清洁	12.5
冷酸灵Dencare明系列扫振电动牙刷	170
云海电动牙刷P1000 (ABS)	284
天地系列声波电动牙刷	569

数据来源：公司公告，西南证券整理

数据来源：天猫，西南证券整理

口腔健康与美容护理产品开发潜力充足

- 口腔护理产品矩阵逐步完善，新品开发空间充足。公司口腔健康和美容护理类产品包括口腔医疗器械（牙齿脱敏剂）、口腔卫生用品（口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等）、正畸护理系列（正畸刷、保持器清洁片等）、牙线系列、漱口水系列、口腔喷雾等，产品矩阵丰富。其中牙齿脱敏剂等械字号产品以及部分口腔抑菌产品已经进入OTC渠道销售，打开了公司医疗专业渠道的市场空间。

冷酸灵口腔医疗与美容护理产品



表：口腔健康和护理产品开发进展

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
(医用) 牙科脱敏膏研制与开发	研究开发一款抗牙齿敏感效果更优的脱敏产品，用于口腔专业渠道产品布局	开发阶段	聚焦抗敏感核心技术，添加羟基磷灰石等生物材料提升产品抗敏感功效
牙科用毛刷产品研制	开发用于在牙齿上涂抹牙科材料的器具，兼顾日常使用和口腔治疗过程使用	开发阶段	针对不同人群使用需求，设计开发柔护净齿型、倍柔护龈型和宽柔护敏型等系列产品
萘磺酸钠漱口水产品研制	开发一款第二类消毒产品抗（抑）菌制剂，用于口腔专业渠道产品布局	开发阶段	在抑菌功效基础上添加萘磺酸钠等活性成分，开发功能型漱口水

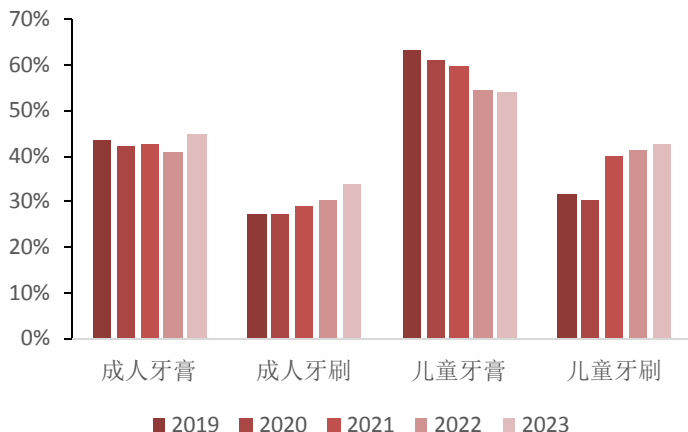
数据来源：天猫，西南证券整理

数据来源：公司公告，西南证券整理

儿童赛道高毛利，细分品类开发空间充足

□ 儿童牙膏、儿童牙刷产品功能性更强，冷酸灵作为头部品牌有专业性、安全性背书，品牌起点高。目前冷酸灵拥有两个儿童赛道子品牌——儿童口腔护理品牌“贝乐乐”和高端婴童口腔护理品牌“萌芽”，产品开发侧重于安全温和防龋、有辅助教学刷牙功能、有趣味性等。由于儿童刷牙避免不了吞咽牙膏，消费者非常注重儿童口腔护理产品的安全性。冷酸灵作为定位抗敏的老牌国货，消费者对品牌信赖度高。目前公司儿童牙膏产品矩阵持续完善，收入增速较快，且儿童口腔护理产品总体毛利率高于成人口腔护理产品，有望拉动盈利能力结构性改善。

公司儿童和成人牙膏/牙刷毛利率对比



数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

表：冷酸灵儿童子品牌定位

	贝乐乐	萌芽
产品特征	针对 0-12 岁不同年龄段儿童口腔的发育特点和行为习惯，甄选优质原料，添加冻干技术益生菌、科学微氟，搭配乐趣玩法、独特包装形态，增强刷牙趣味，预防儿童口腔蛀牙问题，助力儿童养成良好的口腔护理习惯。	专业针对 0-8 岁幼龄儿童开发，定位“科学守护宝宝健康口腔小世界”，让宝宝从萌芽开始拥有健康口腔生态。
产品示意		

电商渠道坚持高端化策略，增长提速

- 加速布局抖音，电商渠道迎来快速成长。**2021年开始公司重视投入抖音渠道，抖音渠道快速成长，到2023年抖音已经成为公司营收贡献的第二大电商平台。为扩张电商渠道影响力，公司品宣和促销费用相应提升，但随着公司电商渠道收入放量，促销费占电商收入比例随之回落，费用增长较为可控。
- 产品结构向高端化升级，电商盈利能力有望逐步改善。**公司在电商渠道采用高端化策略，在电商平台主推医研和专研系列，2021-2023年公司毛利率总体提升，2023年电商渠道毛利率达到45.9%。随着产品结构持续升级，电商渠道费效比优化，电商渠道盈利能力有望改善。

表：公司电商不同渠道拆分

	2019	2020	2021	2022H1	2022	2023
电商模式（百万元）	57.4	88.5	150.2	105.6	276.2	316.2
		54.0%	69.8%		83.9%	14.5%
——B2B模式	13.5	27.0	47.9	25.2		
天猫超市	8.0	13.9	21.6	15.2		
京东自营	4.3	12.2	25.4	9.9		
其他	1.2	0.9	0.9	0.0		
——B2C模式	39.1	52.9	81.5	66.6		
天猫旗舰店	36.7	49.4	53.5	26.2		
京东旗舰店	0.2	0.1	0.0	0.3		
抖音	-	-	18.9	35.1		
快手	-	-	7.0	4.3		
其他	2.1	3.4	2.0	0.8		
——电商经销商	4.8	8.6	20.8	13.8		

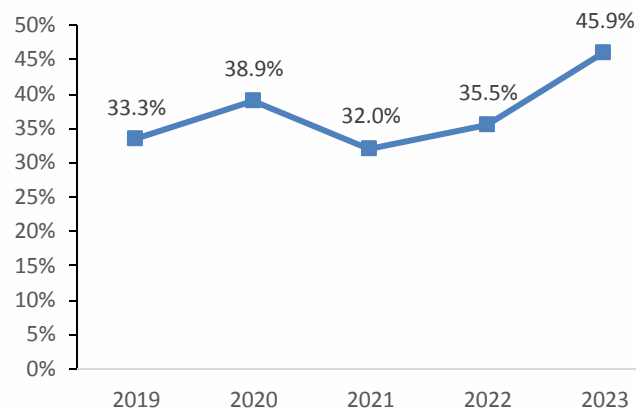
数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

销售费用拆分

	2019	2020	2021	2022	2023
广告宣传费占总收入比	6.8%	8.5%	4.1%	3.5%	5.3%
促销费占总收入比	4.1%	5.1%	10.1%	10.9%	13.2%
广宣+促销费用占总收入比	10.9%	13.5%	14.1%	14.4%	18.5%
广宣+促销费用与电商收入比	178.8%	157.6%	107.6%	68.5%	80.4%

电商渠道毛利率



渠道管理精细，下沉市场空间充足

- 经销商布局全面，渠道精耕细作。**根据招股书，截至22H1公司经销商总数为526家，覆盖2000多个区县，大部分地级市场已有覆盖，但网点仍有进一步精细化运营空间。公司在县域市场开发已经积累了充足经验，渠道掌控力强，有望在三四线城市继续精耕细作，扩大市场份额。2022H1东南西北大区经销商数量分别达到124/174/87/125家，其中西部地区经销商数量较少，单一经销商提货额高于其他地区，主要由于公司在以重庆为中心的西部区域有更好的品牌影响力和知名度。
- 拆分地区来看，公司经销收入在东部地区、南部地区、西部地区和北部地区各大区域间的分布基本均衡，**其中来源于西部地区和南部地区的收入占比相对较高，2023年东南西北四个大区收入分别占比21.5%/25.0%/27.4%/20.9%。

表：2019-2023公司经销渠道地区拆分

	2019		2020		2021		2022		2023	
经销收入（单位：亿元）	收入		收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速	收入	同比增速
东部地区	1.7		1.8	7.1%	1.9	7.4%	2.3	14.3%	2.3	-0.1%
南部地区	2.3		2.3	2.2%	2.5	8.6%	2.5	0.9%	2.6	4.9%
西部地区	2.3		2.5	7.9%	2.5	0.1%	3.0	16.7%	2.9	-2.0%
北部地区	1.8		2.0	9.4%	2.1	7.9%	2.2	3.5%	2.2	1.0%
其他	0.1		0.3	106.3%	0.3	-3.4%	0.4	30.7%	0.5	35.1%
合计	8.2		8.8		9.3		13.2		10.6	
经销商数量	2019		2020		2021		2022H1			
东部地区	116		108		125		124			
南部地区	184		168		180		174			
西部地区	80		79		88		87			
北部地区	130		115		124		125			
其他	11		24		17		16			
合计	521		494		534		526			

数据来源：登康口腔招股书和登康口腔年报，西南证券整理

管理层服务公司年限长，股权激励充足

- **管理层服务公司年限长，基层起家，有实干精神。**公司管理层均为公司自己培养，在公司任职时间普遍在15年以上，从公司基层职务逐步晋升，对公司业务有深刻全面了解，管理层的基层背景使公司在经营决策中灵活高效。同时公司注重企业文化和员工实干精神的培养，有完善的员工培养和晋升体系。
- **股权激励充足，充分发挥核心高管和骨干员工积极性。**上市前公司通过员工持股平台充分激励高管及业务条线骨干，其中董事长邓总通过员工持股平台本康壹号持股0.68%；其余高管赵总、邓总、王总、杨总分别通过员工持股平台持股0.64%/ 0.46%/0.45%/0.34%。

表：登康口腔高管履历

姓名	职位	履历
邓嵘	董事长,董事	生于1967年，重庆工商管理硕士学院工商管理研究生，经济师。2001年12月，进入登康口腔工作，历任登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席、总经理，现任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	总经理	生于1975年，重庆大学工商管理硕士研究生，正高级经济师。2002年1月，进入登康口腔工作，历任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、党委委员和登康口腔党委委员、副总经理现任登康口腔党委副书记、董事、总经理。
邓全富	副总经理	生于1975年，澳门城市大学工商管理硕士，正高级工程师。2001年12月，进入登康口腔工作，历任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、董事，现任登康口腔党委委员、副总经理，重庆登康口腔健康科技有限公司执行董事。
王青杰	财务总监	生于1979年，重庆工商大学会计学本科毕业、管理学学士，高级会计师。2002年6月，进入登康口腔工作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，现任登康口腔党委委员、董事、财务总监、工会主席。
杨祥思	董事会秘书	生于1976年，重庆大学工商管理硕士研究生，工程师。2009年6月，进入登康口腔工作，历任登康口腔主任科员、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，现任登康口腔董事会秘书、战略发展总监、投资规划部/董事会办公室/证券部部长。

数据来源：公司公告，西南证券整理

www.swsc.com.cn

目 录

◆ **公司概况：抗敏感牙膏领导者，品牌力壁垒坚实**

◆ **行业分析：基础产品量稳价增，新品开拓空间充足**

◆ **公司分析：产品结构优化空间大，线上发力加速成长**

◆ **盈利预测与估值**

盈利预测与估值

□ **相对估值**：考虑到公司运营以个人护理为主的零售消费品牌，我们选取了个人护理品牌中的润本股份、百亚股份作为可比公司。

润本股份：以驱蚊产品、婴童护理产品、精油产品为核心的个护品牌，渠道以线上为主，近年快速发展，品牌力逐渐凸显。

百亚股份：以女性卫生护理用品的国货品牌，从区域走向全年，电商平台快速发展，走向品牌全国化。

表：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
003006.SZ	百亚股份	21.53	0.75	0.99	1.26	29.29	22.27	17.52
603193.SH	润本股份	17.1	0.73	0.96	1.23	23.42	17.81	13.90
平均值						26.36	20.04	15.71
001328.SZ	登康口腔	25.29	0.94	1.13	1.33	27.37	22.81	19.25

数据来源：Wind，西南证券整理，数据截至2024/8/14

盈利预测与估值

- **盈利预测与估值**：预计公司2024-2026年净利润复合增速18%，2024-2026年EPS分别为0.94元、1.13元、1.33元，对应PE分别为27倍、23倍、19倍。考虑到冷酸灵品牌经过多年积累，已建立起较高的品牌认知，品牌壁垒相比新兴国产品牌更高，从线下逐步拓展至线上市场，电商渠道加速成长，产品结构持续优化，给予2024年33倍估值，对应目标价31.02元，上调至“买入”评级。

表：盈利预测与估值

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1375.78	1530.98	1798.87	2070.71
增长率	4.76%	11.28%	17.50%	15.11%
归属母公司净利润（百万元）	141.30	161.49	193.76	229.56
增长率	4.97%	14.29%	19.98%	18.48%
每股收益EPS（元）	0.82	0.94	1.13	1.33
净资产收益率ROE	10.05%	11.23%	12.99%	14.78%
PE	31	27	23	19
PB	3.15	3.07	2.96	2.85

数据来源：Wind，西南证券

- **风险提示**：原材料价格大幅波动的风险，渠道扩张不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。



分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

分析师：赵兰亭
执业证号：S1250522080002
电话：023-67511807
邮箱：zhl@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	孙启迪	销售经理	19946297109	sqdi@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn	蒋宇洁	销售经理	15905851569	jjj@swsc.com.c
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	高级销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	高级销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	林哲睿	销售经理	15602268757	lzh@swsc.com.cn