

001328 CH
Dencare (Chongqing) Oral Care
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb27.57

Hongke Li
hongke.li@htisec.com

Liting Wang
liting.wang@htisec.com

Rebecca Hu
rebecca.jl.hu@htisec.com

首次覆盖：口腔抗敏国货龙头，品类及渠道创新突围

投资要点：

口腔护理龙头，积极变革持续创新。公司前身至今已有 85 年历史，其核心品牌“冷酸灵”2021-2023 年在抗敏感牙膏领域市占率达 60%处领导地位，历久弥新。①**经营韧性强&效率高：**2019-23 年收入/归母净利 CAGR 各 10%/22%稳步增长，优于同业；渠道降本提效，盈利能力稳中有升，上下游合作稳定，营运效率领先。②**国企混改激发活力：**重庆国资持股 59.8%实力雄厚，2020 年落实混合所有制改革，引入战略投资、实施核心骨干员工持股。③**管理层深度陪伴成长：**核心管理层多在基层历经磨练，团队稳定、具有强向心力。

行业：用户心智进阶，行业扩容升级并行。①**口护意识增强，均价提升驱动：**根据欧睿数据，2023 年我国人均口腔护理消费额 4.9 美元，较美国、法国等发达国家水平仍有较大差距。23-28E 口腔护理市场 CAGR 为 3.0%，其中量/价各 0.6%/2.4%，价格为主要驱动。②**基础品类功效扩容，创新品类构建生态：**需求精细化，美白、清新口气、抗敏感功效型牙膏 2023 年销售额占比各 26%/19%和 16%，其中抗敏感牙膏增速高于基础&全效护理品类 8pct；儿童口腔护理销售额 18-23 年 CAGR 12%高增长。品类多元化，具有便携、智能化等特点的高客单品类增速优，欧睿数据显示电动牙刷/漱口水预计 2028 年占口腔护理市场份额将达到 19%/4%。③**细分方向突围，国货份额提升：**国货品牌在口腔护理 TOP20 中的市占率从 2014 年的 19.1%增至 2023 年的 30.7%，牙膏市场中进口和国产品牌亦呈现此消彼长趋势。

核心优势：品牌为基、技术沉淀。①**品牌力扎实，年轻化营销再添动能：**公司 1996 年引入国际奥美作为品牌管家，冷酸灵广告语“冷热酸甜、想吃就吃”深入人心；近年来通过年轻化焕新品牌，构建代言人矩阵、跨界联名、创新营销等刷新全域品牌认知。②**技术沉淀深厚，产学研医确立专家地位：**自研抗敏感技术矩阵，双重抗敏感发明专利技术被评为中国口腔清洁护理用品行业重大科技成果一等奖，实现成果转化 18 项；生物陶瓷材料技术获国家发明专利，对抗牙本质敏感及促进牙齿表面再矿化效果显著优于同业；与海内外多所高校协同创新探索口腔专业领域和医疗领域。

成长展望：品类&渠道进阶，拓展口腔医疗与美容。公司各品类单价均低于外资竞品且产品结构仍以牙膏为主，有望通过产品升级和品类拓展提升客单。①**产品创新发力中高端：**成人品类“抗敏感+”拓展多元功效，如专研平台解决复合口腔问题，医研平台技术升级、突出临床背书，带动成人牙膏单价加速提升；把握年轻人群需求，如“极地白”泵式牙膏突破传统包装成长为线上核心单品；儿童品类凭借精细化、专业化构建成长新动能；布局电动口腔护理品类，“打造第二成长曲线”。②**低线经销壁垒+线上全域扩张：**公司拥有层次分明、全面覆盖的销售网络体系，KA 渠道由经销和直供模式覆盖，下沉市场协同经销商开拓分销，借助优势渠道资源实现全国数十万家零售终端覆盖，有望持续获得城镇化发展红利；线上各品类高增速且推广费率提升空间大，全链路数字化管理沉淀消费者数据资产，助力产品创新。③**进军口腔医疗与美容延展生态：**围绕牙齿脱敏、正畸、整形等领域开拓创新品类，基于“生产一代、研发一代、储备一代”的机制强化底层研发，向高端制造和口腔医疗、美容服务产业战略延伸。

盈利预测与估值：预计 2024-26 年收入 15.2 亿元、17.1 亿元和 19.3 亿元，同比增长各 10.5%、12.5%、13.1%；归母净利润分别为 1.6 亿元、1.9 亿元和 2.3 亿元，同比增长各 12.0%、20.6%、20.3%。考虑公司渠道壁垒及成长空间，参考同业给以其 2024 年 30 倍 PE，目标价 27.57 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：新品研发不及预期、竞争加剧、销售模式不能适应市场变化等。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	1313	1376	1520	1709	1934
(+/-)YoY(%)	14.9%	4.8%	10.5%	12.5%	13.1%
净利润 (百万元)	135	141	158	191	229
(+/-)YoY(%)	13.3%	5.0%	12.0%	20.6%	20.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	0.82	0.92	1.11	1.33
毛利率(%)	40.5%	44.1%	45.0%	45.5%	45.9%
净资产收益率(%)	24.8%	10.1%	11.0%	12.9%	15.0%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

目 录

1. 口腔护理龙头，深耕抗敏感赛道	6
1.1 发展历程：积极变革，持续创新	6
1.2 股权结构：国资实控背书，团队激励到位	6
1.3 财务分析：成长性&经营效率均优于同业	7
2. 行业：用户心智进阶，扩容升级并行	10
2.1 基础品类：从刚需日用转入功效扩容	11
2.2 创新品类：从单品升级转入生态构建	12
2.3 竞争格局：细分方向突围，国货份额提升	13
3. 核心优势：咬定口腔不放松，匠心铸品聚势启新	14
3.1 品牌为基：抗敏感心智成熟，30年栉风沐雨显韧性	14
3.2 技术沉淀：专业化驱动差异化，产学研医出真知	16
4. 成长展望：品类&渠道进阶，口腔健康新蓝图破局而发	20
4.1 产品创新：发力中高端市场，借势新品类多元拓展	20
4.2 渠道进阶：低线抢筑经销壁垒，数字化赋能全域全渠	24
4.3 生态延展：进军口腔医疗与美容，“四梁八柱”再添动能	28
5. 盈利预测及估值	29
5.1 盈利预测：预计 2024-2026 归母净利润 1.6/1.9/2.3 亿元	29
5.2 估值：合理市值 47.5 亿元，目标价 27.57 元	30
6. 风险因素	31
财务报表分析和预测	33

图目录

图 1 公司发展历程	6
图 2 公司股权结构（截至 2023.12）	7
图 3 公司营业收入及增速（2019-2023）	8
图 4 公司归母净利润及增速（2019-2023）	8
图 5 公司费用率（2019-2023，%）	8
图 6 公司毛利率及归母净利率（2019-2023，%）	8
图 7 公司应收账款周转率（2019-2023，次）	8
图 8 公司存货周转率（2019-2023，次）	8
图 9 公司历年分产品收入（2019-2023，亿元）	9
图 10 公司历年分销售模式收入（2019-2023，亿元）	9
图 11 公司历年分产品毛利率（2019-2023，%）	10
图 12 公司历年分销售模式毛利率（2019-2023，%）	10
图 13 各国人均口腔消费支出对比（2023 年）	10
图 14 中国口腔护理用品市场规模（2018-2028E）	10
图 15 口腔护理行业销量及产品均价增速（%）	11
图 16 全国饮食习惯偏好	11
图 17 牙膏功效型产品市场规模（2018-2023，亿元）	12
图 18 功效型牙膏市场规模增速对比（2018-2023，%）	12
图 19 中国儿童口腔护理市场规模（2017-2025E）	12
图 20 口腔清洁护理细分市场趋势	13
图 21 中国口腔护理市场渠道份额变化（2013-2023，%）	13
图 22 各国口腔护理市场 CR20（%）	14
图 23 中国口腔护理市场 CR20（按属地划分，%）	14
图 24 牙膏品牌 CR6（%）	14
图 25 儿童牙膏品牌线下渠道 CR5（%）	14
图 26 抗敏感领域线下市场销售份额变化（2019-2021，%）	15
图 28 冷酸灵品牌代言人	16
图 29 冷酸灵国博联名&小龙坎联名营销海报	16
图 30 冷酸灵及舒适达核心技术布局	17
图 31 成人牙膏销售额、销量及单价	22

图 32 成人牙刷销售额、销量及单价	22
图 33 儿童牙膏销售额、销量及单价	24
图 34 儿童牙刷销售额、销量及单价	24
图 35 公司分渠道销售模式	25
图 36 公司经销商地域分布	25
图 37 冷酸灵&舒适达用户分布（2024 年 7 月，%）	26
图 38 电商渠道收入拆分	27
图 39 线上推广费用率（2019-1H22，%）	27
图 40 我国口腔医疗服务市场规模（2020-2026E）	28
图 41 我国正畸市场病例数及增速（2020-2030E）	28
图 42 中国与世界各国口腔医生缺口情况对比（2020 年，每百万人口牙医数，人）	28

表目录

表 1 公司高管团队	7
表 2 同业主要公司财务数据比较（2023 年）	9
表 3 主要抗敏感牙膏品牌对比	15
表 4 冷酸灵历年创新营销盘点	16
表 5 有效抗敏感成分梳理	17
表 6 抗敏感 3.0 技术矩阵	18
表 7 公司主要技术储备	19
表 8 公司部分在研项目	19
表 9 天猫渠道冷酸灵核心产品梳理及竞品对比（2023）	21
表 10 成人口腔护理产品不同品牌对比	23
表 11 儿童牙膏不同品牌对比	24
表 12 公司按地区划分的经销商数量	25
表 13 线下终端覆盖情况对比	26
表 14 登康口腔及薇美姿分渠道表现	27
表 15 公司口腔医疗及美容护理产品	29
表 16 公司分产品收入预测（百万元）	30
表 17 可比公司估值情况（倍）	31

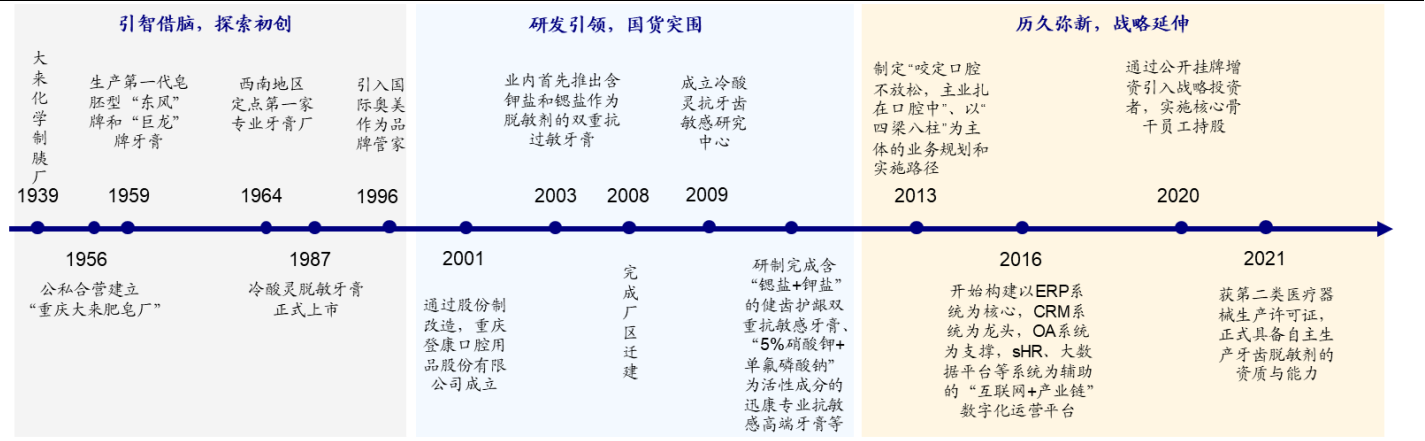
1. 口腔护理龙头，深耕抗敏感赛道

1.1 发展历程：积极变革，持续创新

登康口腔于 2001 年由重庆牙膏厂通过股份制改造成立，目前已形成**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**四大产品矩阵，2023 年在线下牙膏市场份额居行业第四、本土品牌第二，牙刷市场份额居行业第四、本土品牌第三。公司旗下拥有知名口腔护理品牌“登康”“冷酸灵”、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”，其中核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分领域拥有 60% 左右的市场份额，是中国抗敏感牙膏市场的领导品牌，荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定。

公司是中国具有影响力的专业口腔护理企业，前身至今已有 85 年历史。①**引智借脑，探索初创 (1939-1987 年)**：公司的发展历程可追溯到 1939 年的“大来化学制膜厂”，1964 年成立为西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂”；1987 年冷酸灵脱敏牙膏上市；1996 年引入国际奥美作为品牌管家，积极探索品牌整合营销与国际市场接轨，冷酸灵很快成为家喻户晓的民族品牌。②**研发引领，国货突围 (1998-2012 年)**：公司 2003 年在业内首先推出含钾盐和锶盐作为脱敏剂的双重抗过敏牙膏，并在 2009 年建立行业内首家抗牙齿敏感研究中心，并先后研制完成含“锶盐+钾盐”的健齿护龈双重抗敏感牙膏、“5%硝酸钾+单氟磷酸钠”为活性成分的迅康专业抗敏感高端牙膏等，赢得了消费者认可。③**历久弥新，战略延伸 (2013 年-至今)**：公司 2013 年确定“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，以及“四梁八柱”为主体的业务规划和实施路径。2021 年获第二类医疗器械生产许可证，正式具备自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力。公司将沿着“口腔大健康”主线，积极发展包括**口腔护理、口腔医疗、口腔美容、口腔资本管理**在内的四大业务板块，持续提升在口腔健康与美丽领域的综合服务能力。

图 1 公司发展历程

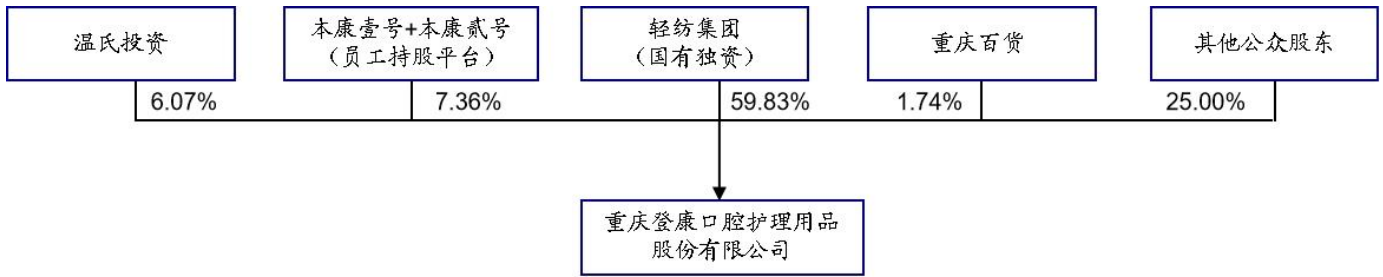


资料来源：登康口腔官网，登康口腔招股书，重庆日报，冷酸灵公众号，HTI

1.2 股权结构：国资实控背书，团队激励到位

重庆国资和重庆百货长期持股，混改激发决策活力。公司第一大股东为轻纺集团，重庆国资通过轻纺集团间接持股 59.8%。控股股东实力雄厚，股权占比稳居高位，有利于公司推行各项战略方针落地和长远稳定发展。**重庆百货**作为公司发起设立人之一，自 2001 年公司成立起长期持有。2020 年公司落实混合所有制改革，引入战略投资者**温氏投资**，并实施核心骨干**员工持股**，由本康管理和公司核心员工出资设立持股平台，温氏投资和员工持股平台各持有 6.1%、7.4% 股权，进一步优化企业运行机制，调动和提升核心骨干员工积极性。

图 2 公司股权结构 (截至 2023.12)



资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

高管团队多经基层打磨，价值观凝聚统一。核心管理层多在基层历经磨练，陪伴公司成长，见证和参与了公司重大改革和发展历程，多位高管均在公司有 20 年以上工作经历，对公司和行业有深度了解；团队稳定、价值观凝聚、具有强向心力。公司核心高管多为经管类专业硕博学位，拥有丰富的管理运营经验，利于公司未来稳步健康发展。

董事长邓嵘从公司基层做起，从业 40 年间陪伴公司从重庆牙膏厂股改转型为登康股份有限公司。**总经理赵丰硕**、**副总经理邓全富**在登康有多年营销/销售工作经验；**财务总监王青杰**具有管理/会计双重专业背景，在公司财务部门深耕 20 余年。**董秘杨祥思**曾就职于多家制造业公司，从业经验丰富。

表 1 公司高管团队

姓名	职位	年龄 (岁)	简历
邓嵘	董事长	57	1984 年 12 月至 2001 年 12 月，历任重庆牙膏厂制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长；2001 年 12 月至 2007 年 5 月，任登康口腔副总经理；2007 年 5 月至 2012 年 8 月，任登康口腔总经理；2012 年 8 月至 2016 年 12 月，任登康口腔党委书记、董事长、总经理；2016 年 12 月至今，任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	董事、总经理	49	1996 年 7 月至 2001 年 12 月，任重庆牙膏厂销售科销售员；2002 年 1 月至 2012 年 11 月，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；2012 年 11 月至 2016 年 6 月，任登康口腔党委委员、副总经理；2016 年 6 月至 2018 年 9 月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2018 年 9 月至今，任登康口腔党委副书记、董事、总经理。
王青杰	董事、财务总监	45	2002 年 6 月至 2016 年 9 月，历任登康口腔财务部科员、主办科员、会计科副科长、及董事会秘书、财务部副部长、财务部部长；2016 年 9 月至 2018 年 4 月，任登康口腔党委委员、财务部长、董事会秘书；2018 年 4 月至 2018 年 11 月，任登康口腔党委委员、财务总监、董事会秘书；2018 年 6 月加入董事会任职董事；2018 年 11 月至今，任登康口腔党委委员、董事、财务总监。
邓全富	副总经理	49	1998 年 7 月至 2001 年 12 月，任重庆牙膏厂销售科销售员；2001 年 12 月至 2018 年 11 月，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、党委委员；2018 年 11 月至今，任登康口腔党委委员、副总经理；2019 年 6 月至 2020 年 2 月任职董事。
杨祥思	董事会秘书	48	曾就职于重庆长安汽车、中煤国际工程集团重庆设计研究院、重庆美的通用制冷，历任团总支书记、企管文秘书主任、院办副主任、综合管理部部长等职务。2009 年 6 月加入登康口腔，2009 年 6 月至 2018 年 11 月，历任主任科员、总经理办公室主任助理、企业管理部副部长、企业管理部部长、投资规划部/董事会办公室部长；2018 年 11 月至今，任登康口腔董事会秘书，投资规划部、董事会办公室/证券部部长。

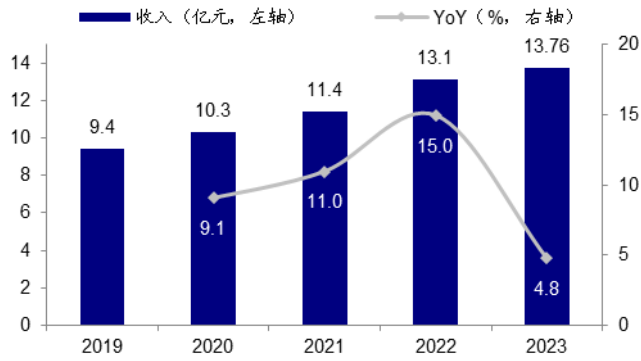
资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

1.3 财务分析：成长性&经营效率均优于同业

板块整体承压，公司收入利润逆势增长。公司 2023 年收入 13.8 亿元，归母净利润 1.4 亿元，19-23 年 CAGR 各 9.9%、22.3%实现稳步增长，相对同业如云南白药、两面针等均表现更优。

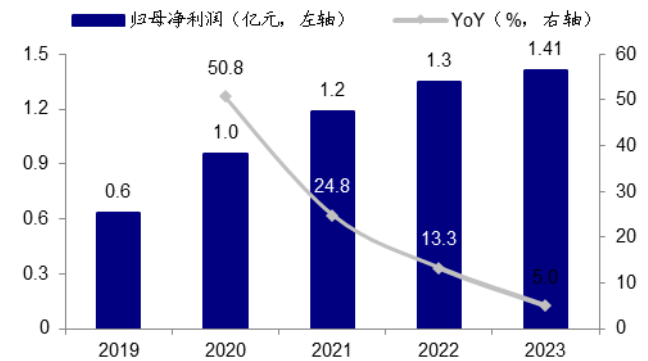
终端降本提效，盈利能力稳中有升。2019-2023 年公司综合毛利率保持 40%+，2023 年增至 44.1%，考虑 2019 年起即执行新收入准则，将运输仓储费用作为合同履约成本计入营业成本的假设下，综合毛利率依然整体保持上升趋势，我们认为主要受产品结构优化如成人牙膏中高端市场份额提升、经销渠道优势驱动等。从费用率来看，销售费率在 2019-2023 年先降后升，主因公司在全国营销网络内积极采取整改措施规范劳务派遣用工，同时将促销为主的营销活动整体外包，职工薪酬下降；23 年广告宣传费用、促销费用等明显增加，我们认为这与公司渠道线上化加速有关；管理费率稳定低于业内均值主因公司管理结构高效集中；研发费率约 3%保持稳定。

图 3 公司营业收入及增速 (2019-2023)



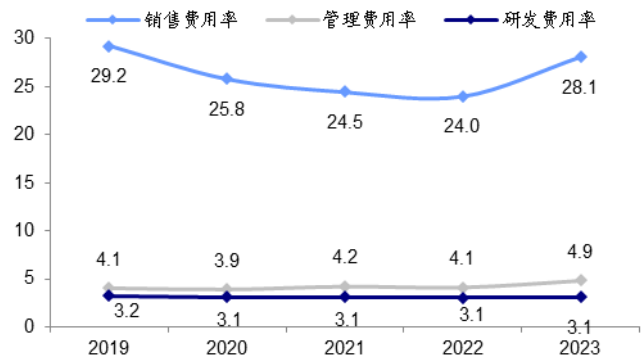
资料来源: 登康口腔招股书, 登康口腔 2023 年年报, HTI

图 4 公司归母净利润及增速 (2019-2023)



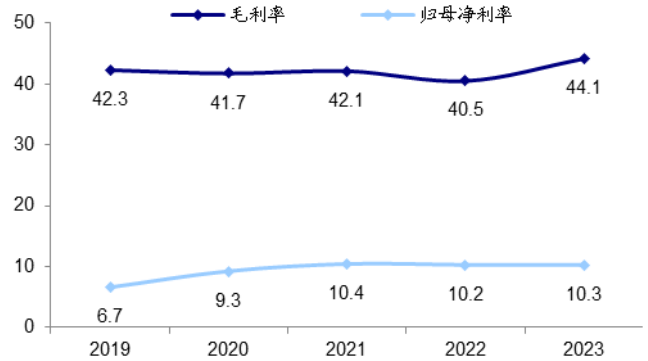
资料来源: 登康口腔招股书, 登康口腔 2023 年年报, HTI

图 5 公司费用率 (2019-2023, %)



资料来源: 登康口腔招股书, 登康口腔 2023 年年报, HTI

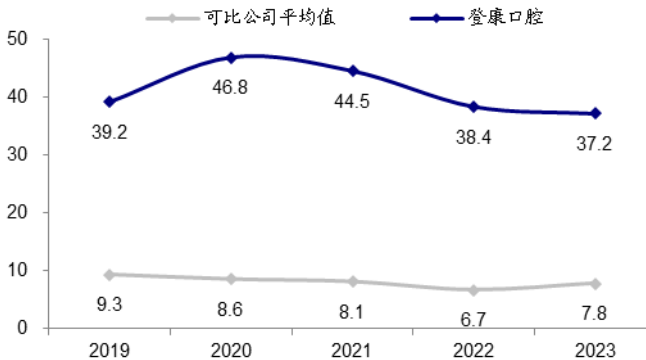
图 6 公司毛利率及归母净利率 (2019-2023, %)



资料来源: 登康口腔招股书, 登康口腔 2023 年年报, HTI

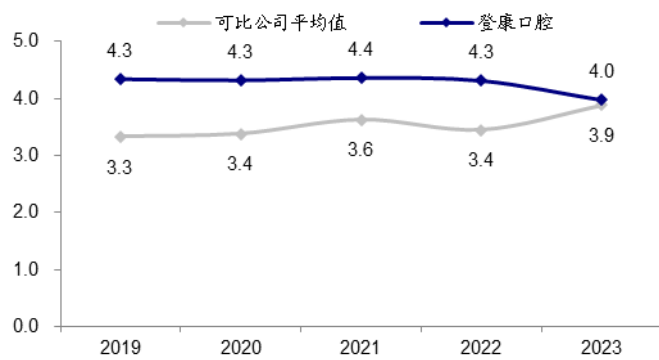
上下游合作稳定, 营运效率领先。 ①2020-2023 年应收账款周转率有所降低, 主因 2021 年以信用方式结算为主的电商 B2B 销售规模增长较快, 且公司 2022 年给予经销商年中临时授信, 但整体仍显著高于行业均值, 主因公司经销模式收入占比更高, 且采取先款后货的销售结算方式。②公司存货周转率保持相对稳定, 且长期领先行业均值, 主因公司对生产原料、包装材料及产品等分别采取灵活的管理模式, 且与主要原材料供应商建立了稳定的合作关系, 可有效提升订贷效率, 降低原材料库存。

图 7 公司应收账款周转率 (2019-2023, 次)



资料来源: 登康口腔招股书, Wind, HTI

图 8 公司存货周转率 (2019-2023, 次)



资料来源: 登康口腔招股书, Wind, HTI

表 2 同业主要公司财务数据比较 (2023 年)

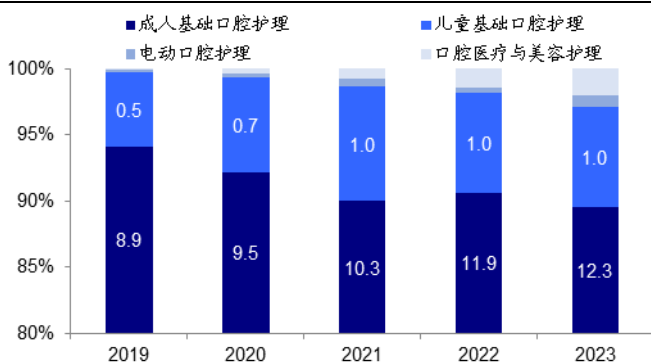
	登康口腔	云南白药	两面针	倍加洁	拉芳家化
2023 年收入 (亿元)	13.8	391.1	10.0	10.7	8.6
yoy (%)	4.8	7.2	48.7	1.6	-3.1
19-23CAGR (%)	9.9	7.2	-4.3	7.3	-2.8
2023 年净利润 (亿元)	1.4	40.9	0.2	0.9	0.7
yoy (%)	5.0	36.4	-159.1	-4.9	10.6
19-23CAGR (%)	22.3	-0.5	5.3	-4.1	7.2
盈利能力指标					
毛利率 (%)	44.1	26.5	16.7	23.2	47.8
销售费用率 (%)	28.1	12.8	10.6	7.0	24.9
管理费用率 (%)	4.9	2.7	7.3	4.9	6.8
研发费用率 (%)	3.1	0.9	1.6	2.7	4.0
净利率 (%)	10.3	10.5	2.3	8.7	7.6
营运能力指标					
存货周转天数 (天)	83.5	109.6	120.7	69.6	152.5
应收账款周转天数 (天)	9.4	80.3	42.7	57.0	47.8
应付账款周转天数 (天)	71.3	59.2	104.2	55.5	74.2

资料来源：登康口腔招股书，Wind，HTI

分产品：牙膏等基础产品为主，量价齐升、结构优化。成人基础口腔护理产品从 2019 年 93.9% 的收入占比降至 2023 年的 89.4% 整体呈下降趋势，主因公司坚持四大产品矩阵创新并持续拓展其他品类的结构占比；公司同时顺应牙膏需求多样化、产品高端化方向研发升级实现产品单价提升，对应毛利率由 2019 年的 37.7% 逐步增至 2023 年的 43.6%。儿童基础口腔护理产品收入贡献占比逐年提升，公司发力分销覆盖&焕新升级推出高端新品，该品类用材用料更为精细专业、产品定价较成人高，毛利率相对更高。

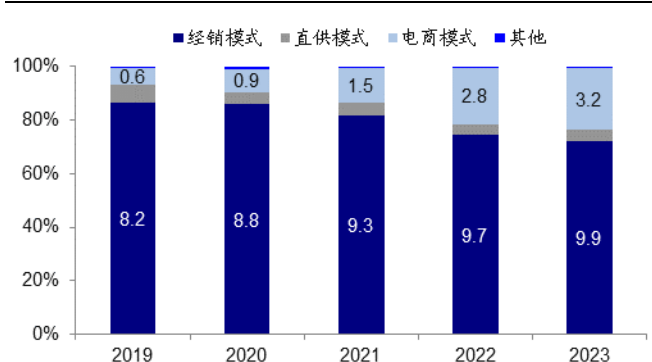
分渠道：经销毛利稳中有升，线上化趋势明显。公司借助经销商的网点资源，建立了基本覆盖全国的销售网络，2019-2023 年经销模式收入稳步增长仍为主要贡献渠道，经销模式毛利率也从 2019 年的 37.7% 增至 2023 年的 42.5%。同时，公司适应消费者由线下转向线上的趋势，电商销售收入增长强劲占比持续上升，由 2019 年 6.1% 增加到 2023 年的 23.0%，电商渠道毛利率在 2023 年达到 45.9%，高速增长电商模式和体量较大的经销模式共同推动整体毛利率提升。尽管短期开拓和培育电商渠道意味加大价格折扣及促销推广活动力度，但我们判断未来公司线上渠道毛利仍将保持上升趋势，运营精细化有望带来边际改善。

图 9 公司历年分产品收入 (2019-2023, 亿元)

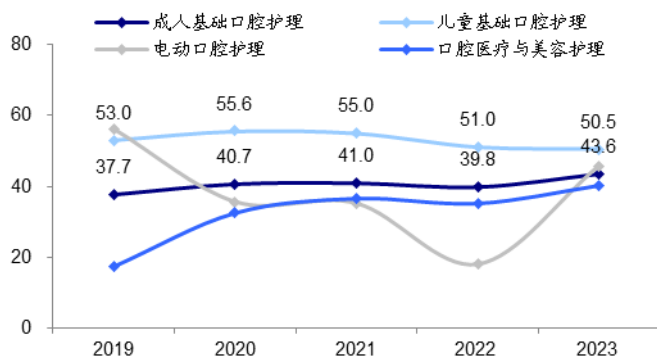


资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

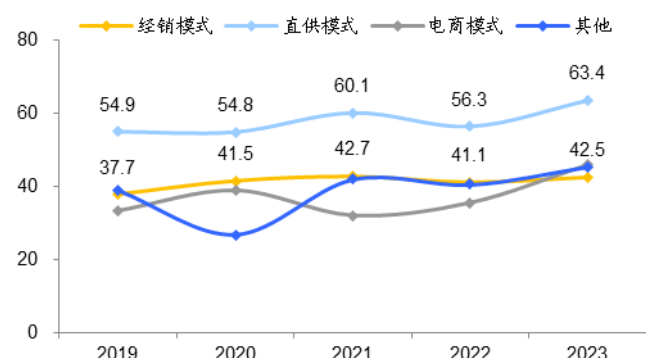
图 10 公司历年分销售模式收入 (2019-2023, 亿元)



资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

图 11 公司历年分产品毛利率 (2019-2023, %)


资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

图 12 公司历年分销售模式毛利率 (2019-2023, %)


资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

2. 行业：用户心智进阶，扩容升级并行

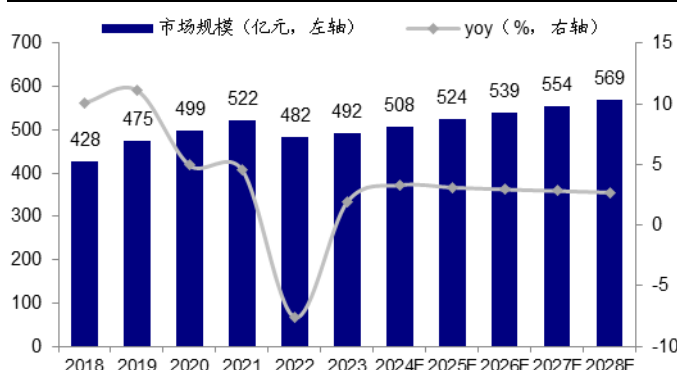
口腔清洁护理的意义不仅在于保持清洁，也是人们追求口腔健康和美丽的重要体现。

- ①**健康观念改善**：根据原国家卫生计生委 2017 年发布的《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示：我国居民口腔健康素养水平和健康行为情况与十年前相比，均有不同程度改善。其中，居民口腔健康知识知晓率为 60.1%，84.9% 的人对口腔保健持积极态度。
- ②**求美意识提升**：根据第一财经商业数据中心公众号 CBNDATA《口腔护理消费者洞察报告》，关注个护美妆和时尚潮流的精致生活族是口腔护理消费的重要人群，这部分消费者多住在一二线&新一线城市，更在意牙齿的美观程度，其中 85 后及 90 后更多面临牙齿黄及牙渍问题，因此更偏好牙齿正畸、洗牙等护理举措；而正畸过程中超 40% 患者认为更容易产生龋齿蛀牙问题。

人均支出潜力大，带动行业高质量增长。据 Euromonitor，2023 年我国人均口腔护理消费额 4.9 美元，较美国、法国、日本等发达国家双位数支出水平仍有较大差距。具体来看①**牙膏/牙刷基础品类仍占主导**：牙膏是我国口腔护理行业第一大细分市场，2017-23 年占行业规模比重始终保持在 60% 左右水平，预计 2023-28 年市场规模 CAGR 为 1.8%；牙刷作为第二大细分品类占行业比重约在 30%+，受电动牙刷渗透加速，预计 2023-28 年将保持 4.4% 的年均复合增长率继续增长，其中电动牙刷市场规模 CAGR 为 6.8%。

图 13 各国人均口腔消费支出对比 (2023 年)


资料来源：Euromonitor, HTI

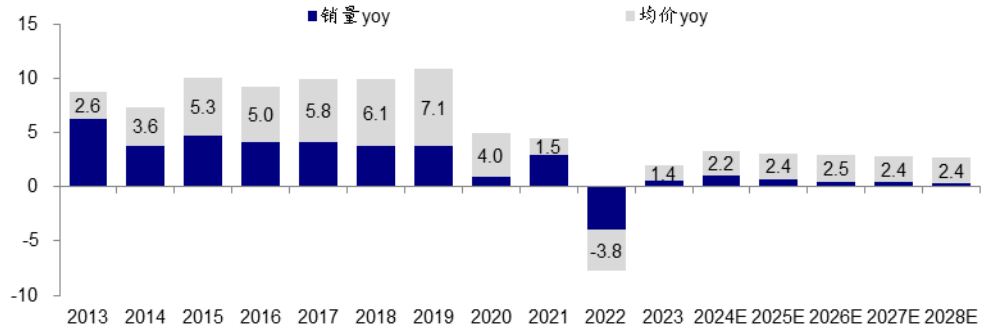
图 14 中国口腔护理用品市场规模 (2018-2028E)


资料来源：Euromonitor, HTI

- ②**产品均价提升为主要引擎**：2018-23 年我国口腔清洁护理用品市场规模年均复合增长率为 2.8%；预计 2023-28 年行业 CAGR 将保持 3.0% 的水平，2028 年市场规模达 569 亿元。2019-21 年口腔护理市场同比增速分别为 11.1%、4.9% 和 4.6%，对应同期销量同比增速仅 3.8%、0.9%、3.0%，而同期产品均价分别同比增长 7.1%、4.0% 和 1.5%。2023 年口腔护理市场同比增速为 2.0%，其中销量同比增长 0.6%，产品均价同比增长 1.4%。

我们认为，口腔护理市场规模增长逐渐由销量增长驱动转为均价提升驱动，且不同细分品类的升级仍将作为行业扩容的主要动力。

图 15 口腔护理行业销量及产品均价增速 (%)



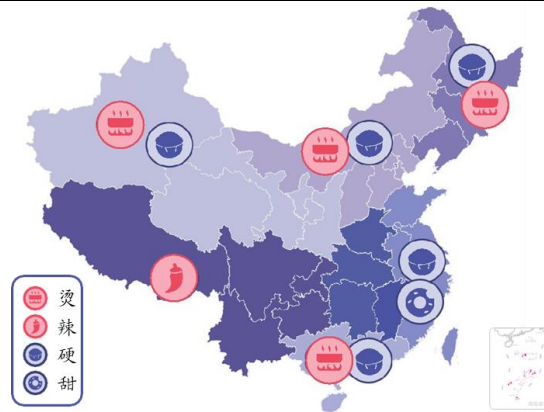
资料来源：Euromonitor, HTI

2.1 基础品类：从刚需日用转入功效扩容

人群需求精细化：我们认为，牙膏的消费定位已从清洁、清新功能的基础日用品，转变为预防口腔疾病以及追求口腔健康与美丽的护理产品；消费者对自身口腔问题困扰的感知度提升开辟了新的市场卖点，也助推口腔清洁护理行业向专业化方向发展。

国民普遍喜硬、爱烫、嗜辣，牙敏感人群扩大。近年来我国牙本质敏感人群呈现出扩大化和年轻化发展趋势，进而带动了抗敏感牙膏消费的增长。据第一财经商业数据中心公众号 CBNDData 《2019 饮食习惯与口腔健康白皮书》统计，喜硬、爱烫、嗜辣是我国大众的普遍饮食偏好，对应导致牙龈出血、口腔溃疡等症状多发。**特色饮食&生活习惯导致不同口腔健康隐患。**我国不同地区饮食各有特色，如华东地区喜甜，更易出现缺牙、龋齿补牙、牙齿松动等症状。不同生活习惯也会导致不同口腔问题，如重度熬夜人群更易出现牙敏感和牙齿疼痛；而抽烟人群经常面临牙齿疼痛、口燥不适和口气异味问题。不同年龄段也有各自的功效偏好，据第一财经商业数据中心公众号 CBNDData 《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，18-25 岁的年轻市场更偏爱美白、去黄等美观功效；25-34 岁及以上更具购买力的中坚、奢美人群则面临牙龈萎缩、口腔溃疡困扰。

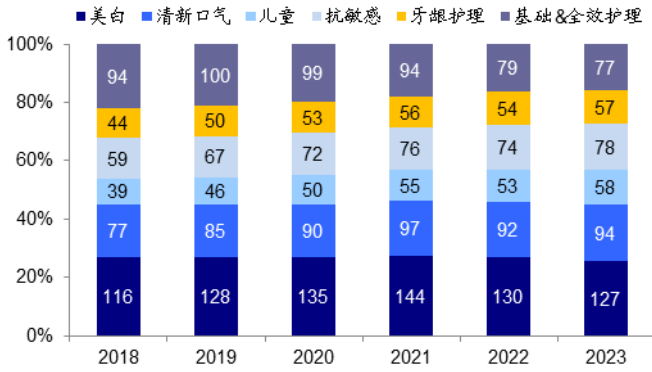
图 16 全国饮食习惯偏好



资料来源：第一财经商业数据中心公众号 CBNDData 《2019 饮食习惯与口腔健康白皮书》，HTI

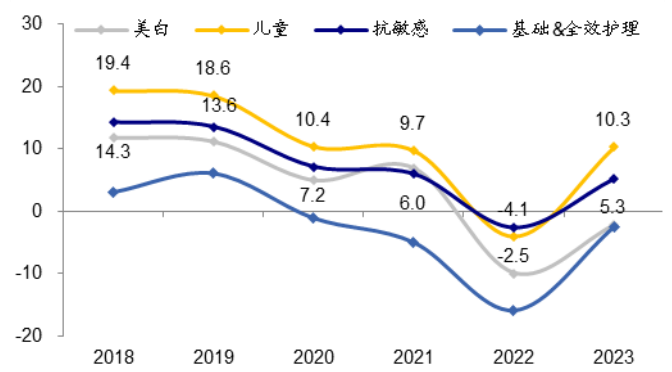
产品功效多元化：我们认为，目前我国市场上出现的牙膏大致可以分为普通牙膏和功效型牙膏两大类，后者是在制作中加入相关的化学物质或活性功效成分，使其在基本功能之外兼具辅助预防或减轻某些口腔疾病及症状、促进口腔健康的作用。据 Euromonitor 数据，美白、清新口气、抗敏感类牙膏是消费者购买的主要品类，2023 年市场份额占比分别为 25.8%、19.1%和 15.9%。2023 年抗敏感牙膏品类同比增长 5.3%，增幅高于牙膏基础&全效护理品类 7.7pct，高于品类整体增幅 3.3pct。

图 17 牙膏功效型产品市场规模 (2018-2023, 亿元)



资料来源: Euromonitor, HTI

图 18 功效型牙膏市场规模增速对比 (2018-2023, %)

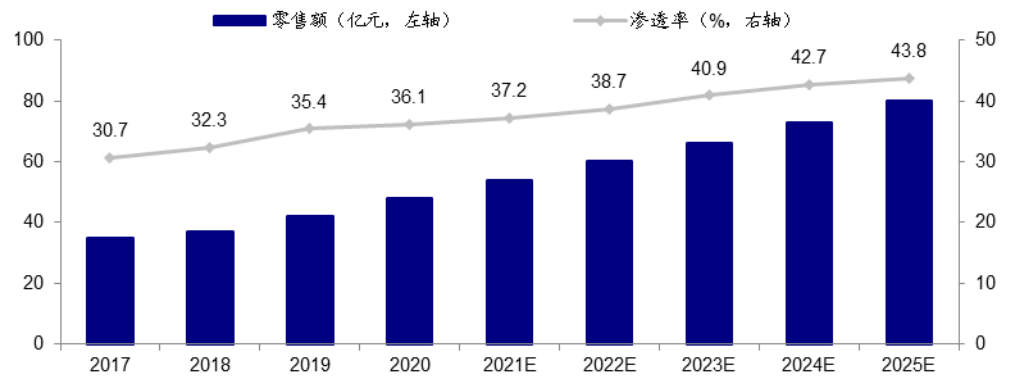


资料来源: Euromonitor, HTI

儿童口腔护理意识快速渗透。据薇美姿招股书 (申请版) 援引弗若斯特沙利文, 中国儿童口腔护理品类销售额增速在细分功效品类中保持领先, 其市场规模预计从 2018 年的 37 亿元增至 2023 年的 66 亿元, 年复合增长率为 12.3%, 渗透率预计累计增长 8.6pct。得益于调控 12 岁儿童龋齿率的扶持政策, 更多家长意识到专为儿童设计的口腔护理产品的好处, 包括适合儿童手握的人体工程学设计、有助于养成刷牙习惯的水果味牙膏、天然及安全的材料等。

我们认为, 在父母心中形成良好心智的品牌更易成为家庭购买时的优先选择, 儿童口腔健康的关注度提升, 叠加上成人口腔护理品牌的溢出效应将打开品类增量空间, 产品的安全性、专业性、趣味性则成为产品竞争力的核心。

图 19 中国儿童口腔护理市场规模 (2017-2025E)



注: 渗透率=各年度内使用基础口腔护理产品的 2 至 12 岁儿童人数/2 至 12 岁儿童总人数

资料来源: 薇美姿招股书援引弗若斯特沙利文, HTI

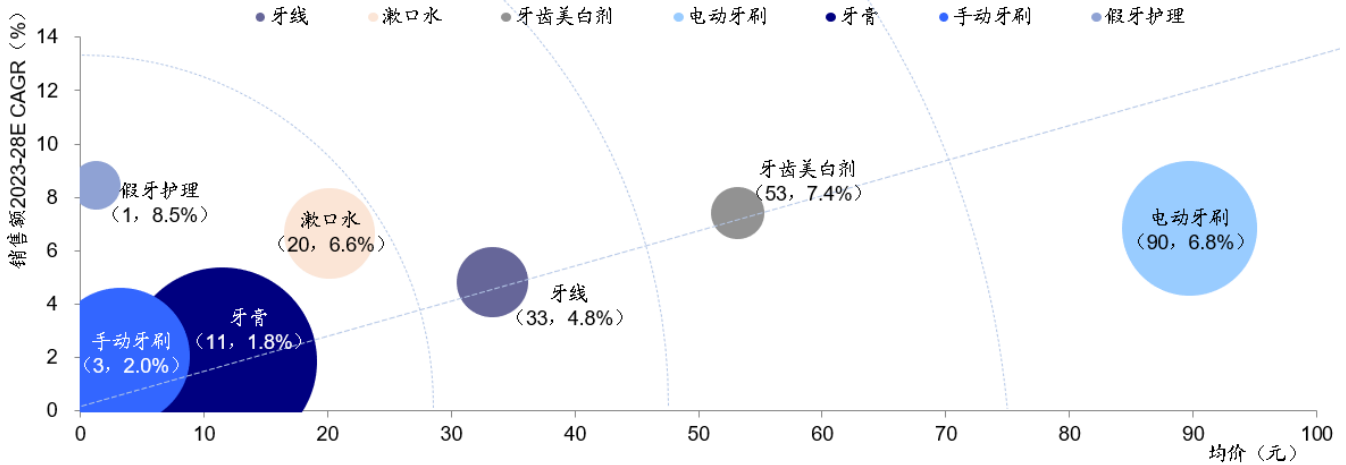
2.2 创新品类: 从单品升级转入生态构建

我国口腔护理消费趋势除功效需求多元化之外, 还呈现出品类需求多样化、口味需求个性化、外观偏好差异化等特点, 不仅驱动基础护理产品如牙膏、牙刷等功能升级, 也刺激了如冲牙器、漱口水、牙线等细分市场的销售增长。我们认为, 国民口腔护理心智提升一方面意味着需求细分化、对产品功效的关注度增加, 另一方面, 口腔护理消费行为逐渐呈现时尚化、精致化特点, 为口腔护理市场打开创新机遇和溢价空间。

(A) 外观创新: 高颜值产品受青睐。据《2021 天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》, 线上口腔护理“高颜值”相关搜索词热度持续攀升, 其中 95 后关注度占比超 50%。颜色、IP 联名及网红/明星同款是当代“高颜值”产品的核心要素; 泵式按压牙膏、果冻杯漱口水、口红管口腔喷雾等产品打破了传统的外观、使用方式或口感, 包装及质地创新带来新颖体验。

(B) 场景创新：高客单品类增速优。 ① 便携、美白需求成为新场景。根据 Euromonitor，牙齿美白剂 2018-23 年市场规模年复合增长率为 17.6% 领涨细分品类，2023-28 年预计将保持 7.4% 的年复合增长率，漱口水/漱口液同样保持较高增速，2018-23 年市场规模年复合增长率高达 17.1%，2023-28 年预计将保持 6.6% 的年复合增长率，2028 年市场规模增至 22 亿元；② 智能化品类强势增长。其中电动牙刷市场规模在 2018-23 年复合增长率为 6.7%，预计 2023-28 年复合增长率为 6.8%，2028 年市场规模将达到 109 亿元，占口腔护理市场整体规模增至 19.1%，将成长为继牙膏之后的第二大口腔护理品类。

图 20 口腔清洁护理细分市场趋势

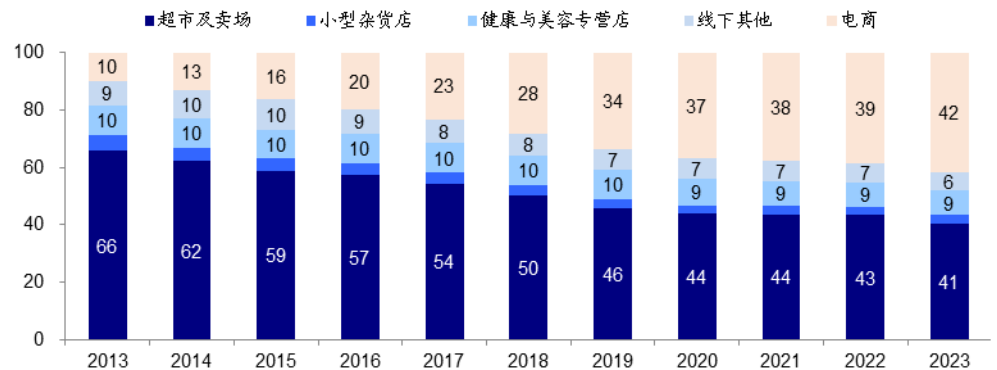


注：图中各品类数字标注顺序依次为 (2023 年均价, 2023-2028E CAGR)

资料来源：Euromonitor, HTI

(C) 多渠道生态：线上赋能全闭环服务。 传统“经销+直销”的线下销售模式支撑了口腔护理行业过往的发展，但随着消费者向线上转移的趋势加速，线下传统渠道如超市及卖场份额已从 2013 年的 65.8% 降至 2023 年的 40.5%；健康及美容专卖店份额相对稳定。相比之下，电商 2023 年销售额占比达到 41.8% 成为第一大渠道。我们认为，线上化渠道利好品牌打开销售通路、沉淀用户数据、进一步优化营销效率及赋能产品研发；消费者能够通过线上体验口腔健康智能化检测、并在线下诊所/医院服务享受更多高附加值服务，参与口腔护理的全新生态。

图 21 中国口腔护理市场渠道份额变化 (2013-2023, %)



资料来源：Euromonitor, HTI

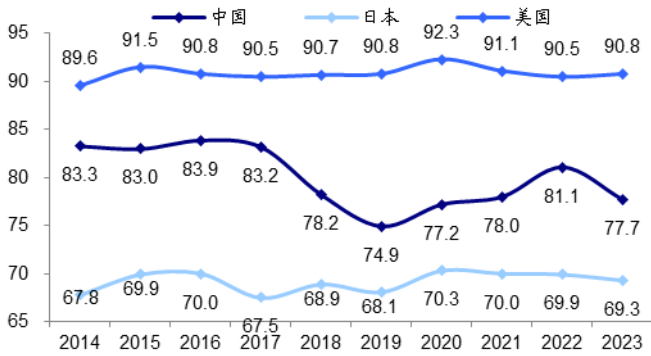
2.3 竞争格局：细分方向突围，国货份额提升

外资仍是主导，国货竞争力逐步增强。根据 Euromonitor 数据，我国口腔清洁护理市场集中度相对较高，且前 20 品牌市场份额之和呈现出先下降后上升的趋势，其中国货品牌在 TOP20 中的市占率从 2014 年的 19.1% 增至 2023 年的 30.7%。我们判断主因本土企业加大技术研发、品牌策划、市场营销投入，并依靠细分功效的心智、渠道/品类红利

的敏感把握、高性价比优势逐步占据一席之地，改变外资垄断的竞争格局。从细分领域来看，牙膏品类市场集中度 CR6 维持在 70% 左右，其中 2019-22 年从 69.3% 增至 74.4%，国产品牌如云南白药、冷酸灵份额保持增势。

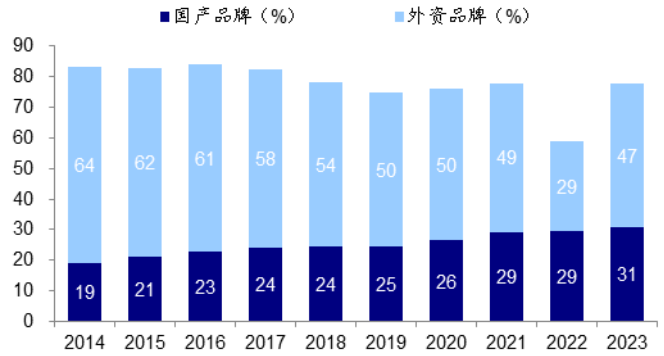
我们认为，口腔清洁护理用品的品质及功能受到消费者的高度关注，随着消费者转向更健康的生活品质和更高的个人形象等社会性消费需求，用于口腔清洁护理用品的消费支出和使用频次逐步增长，已形成核心单品、成熟用户认知的国货品牌有望继续挖掘份额提升机会，抢占更多市场。

图 22 各国口腔护理市场 CR20 (%)



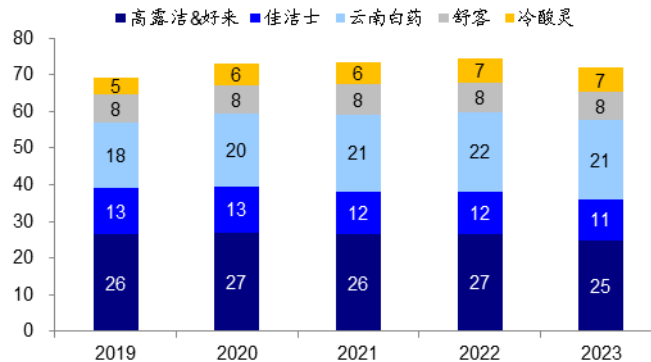
资料来源: Euromonitor, HTI

图 23 中国口腔护理市场 CR20 (按属地划分, %)



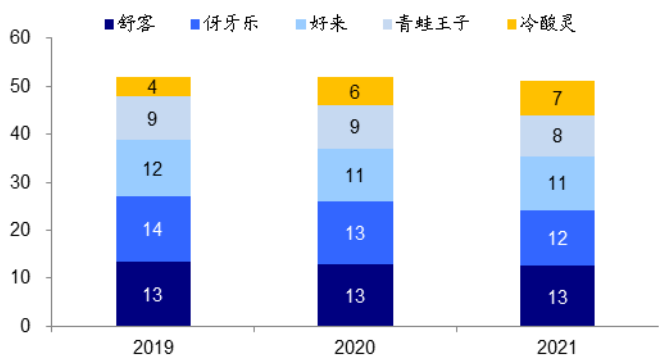
资料来源: Euromonitor, HTI

图 24 牙膏品牌 CR6 (%)



资料来源: Euromonitor, HTI

图 25 儿童牙膏品牌线下渠道 CR5 (%)



资料来源: 登康口腔招股书援引尼尔森零售研究, HTI

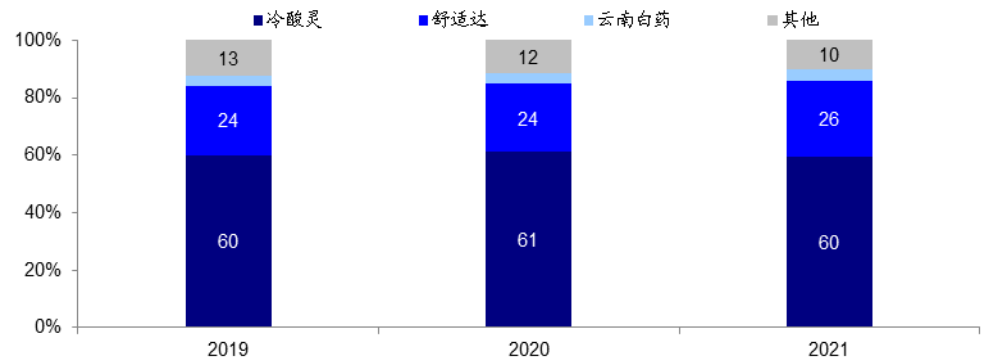
3. 核心优势：咬定口腔不放松，匠心铸品聚势启新

公司以牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁用品为核心，形成了成人基础口腔护理、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产品矩阵，其核心品牌“冷酸灵”是我国抗敏感牙膏领域的领导品牌。

3.1 品牌为基：抗敏感心智成熟，30 年栉风沐雨显韧性

抗敏感龙头：持续深耕赛道，份额绝对领先。根据公司招股书援引尼尔森零售研究，受竞争加剧叠加宏观经济因素影响，部分外资/合资品牌 2019-21 年线下渠道市场份额持续下滑，而冷酸灵等本土品牌持续提升市场份额，表现出比外资品牌更强的抗风险能力。据 Euromonitor 数据和公司招股书援引尼尔森零售研究，近三年“冷酸灵”在我国牙膏市场零售额排名位居行业第六、本土品牌第三且份额逐年提升；其中在抗敏感牙膏细分领域线下零售额市场份额占比持续稳定在 60% 占据领导地位。冷酸灵牙刷线下市场份额连续增长，2021 年同比增速高达 21.1%，进入行业第五、本土品牌第三。

图 26 抗敏感领域线下市场销售份额变化 (2019-2021, %)



资料来源：登康口腔招股书援引尼尔森零售研究，HTI

品牌打造：广告语脍炙人口，深入人心。冷酸灵广告语“冷热酸甜、想吃就吃”早已耳熟能详，2015年起品牌开始聚焦专业化、年轻化和国民化，进行核心价值构建和产品结构全面升级。线下坚持以聚焦专业化为品牌核心价值，以国民化为品牌内核基因，对分销、KA等渠道升级，强化与消费者的互动体验，丰富店内陈列与生动化品牌宣传；同时顺应楼宇广告发展趋势增加社区楼宇、电梯广告投放力度，进而增加品牌曝光。此外，公司曾携手新华社民族品牌工程，与众多老字号企业在2019年跨年夜首次以城市地标灯光秀的形式在全国范围集体登场，将自身文化符号展现于光影中，吸引现场游客驻足观赏，零距离感受民族品牌的独特美丽和创新精神。

表 3 主要抗敏感牙膏品牌对比

品牌	定位/细分人群	代表产品	经典营销案例
冷酸灵	抗牙齿敏感 专业化、国民化、年轻化	专研抗敏牙膏 (抗敏、护龈、美白)	①“冷热酸甜、想吃就吃” ②新华社民族品牌工程
舒适达	抗牙齿敏感 母公司为药品及保健品生产企业；合作 口腔专家背书	专业修复牙膏 护敏健龈牙膏	“口腔专家建议抗敏感牙膏” 口腔专家建议抗敏感牙膏
云南白药	中医药活性成分、“修护+” 国人高端口腔护理	白药止血牙膏	CCTV品牌强国工程
舒客	一站式口腔美护解决方案	酵素牙膏系列 早晚牙膏系列	明星代言人 Z世代营销

资料来源：各品牌官方公众号，各品牌天猫旗舰店，云南白药年报，登康口腔招股书，薇美姿招股书，中国广告博物馆哔哩哔哩官方账号，HTI

品牌焕新：营销年轻化，打造老牌国货新动能。公司以年轻化为活化品牌形象的举措，线上①围绕代言人发起营销活动矩阵，2021年官宣代言人吴磊，共同诠释国民品牌和国民演员的实力与专业，使品牌形象深入年轻消费者心智。2022年春节期间发起#万事万灵冷酸灵#微博话题，打造独有新年IP，将“万事万灵”的美好期盼与冷酸灵品牌结合，该话题成功空降热搜TOP3，超4亿+曝光，引爆超50万讨论；抖音#吴磊祝你万事万灵#互动合拍话题超8亿+播放，#偷吃年夜饭#互动参与人数为同期上线品牌第一。并同步推出新年社交产品「福运流彩」牙膏礼盒，其双色牙膏膏体成为牙膏界的高颜值代表；礼盒中还准备了新年红包、对联、及吴磊隐藏新年福利等等，在小红书、微博等社交平台得到消费者追捧，被众多达人博主种草。

图 28 冷酸灵品牌代言人



资料来源：冷酸灵官方公众号，HTI

图 29 冷酸灵国博联名&小龙坎联名营销海报



资料来源：冷酸灵官方公众号，HTI

② **创新营销、跨界联名，刷新年轻化全域认知。**2019-2021 年，冷酸灵凭借火锅牙膏跨界营销、国博跨界整合营销、猫爪刷与 B 站整合营销等，荣获 2019 年金旗奖全场大奖、第十五届中国最佳公关关系案例大赛的企业品牌传播类金奖、2019-2020 虎啸奖整合营销类优秀奖、2021 年金旗奖短视频营销金奖等诸多荣誉。其中与巴蜀知名餐饮品牌小龙坎的跨界联名，凭借牙膏和火锅结合带来的话题性以及限量发售带来的稀缺性满足了新生代消费者的猎奇心，同时消费者争相打卡晒圈的行为也让社交裂变变为品牌带来不菲的自然流量。该牙膏套装在常规清洁和抗敏感功能之外，划分了三种辣度等级：标准中度辣、川渝微微辣和变态辣，并在重庆街头邀请路人现场试刷互动。最终，限量 4000 件、原价 30 元的牙膏，在二手交易平台被标出了 568 元的价格，冷酸灵也借此登微博热搜榜第三，重新出现在消费者眼前。

表 4 冷酸灵历年创新营销盘点

年份	主题	活动内容/成果
2014	“抗敏感青年” 我只对自己内心最初的声音敏感 抗击敏感时代 做抗敏感青年 上线系列科普动画《只有牙医知道》	复旦大学编撰发布的《中国网络社会心态报告(2014)》迅速走红，指出年轻人一方面标榜自我的独特个性；另一方面又对外部世界的评价杯弓蛇影，变得焦虑和迷茫。品牌把功能意义上的“抗牙齿敏感”提升为情感诉求上的“人生也要抗敏感”，联合罗晓韵、张小盒、伟大的安妮等在年轻群体中颇具影响力的领袖，推出抗敏感青年定制版牙膏，向年轻人传递积极的生活态度和精神。
2016	合作国内当红原创动漫 IP 阿狸 人民日报整版新年广告 支付宝、淘宝、腾讯 QQ 新春“红包雨”等	顺应微博、微信等社交媒体的兴起，营销策略扩展至大平台投放、大企业合作、社交造势、整合传播；该动画累计达到 150 万次的点击量；同时在果壳网建立相关话题讨论组，有近 100 万人次参与话题互动。
2016 年至今		在牙膏膏体和包装盒内加入了阿狸元素，2016 年该牙膏销售额增长 400%；春节期间在官方微信公众号发起“狸（你）猴（好）春节”系列互动。
2017-2018	合作《人民的名义》、《中国乐队》、《向往的生活》等多档现象级影视综艺	2016-2020 年连续 5 年合作《人民日报》，2016 年冷酸灵#新年好口福#迅速进入微博话题榜第二名，短时间内即引发全网 220 万+阅读，主流媒体纷纷转载。仅 2016 年 2 月 4 日，冷酸灵的销量就超过平时一周的总销量；2021 年于微博发起“冷热酸甜一起过年”互动话题，并联合知乎推出“春节抗敏感指南”联名礼盒；2022 年携手抖音发起“好运接收站抖音挑战赛”；2023 年推出贺岁短片《角儿》并“致我们的冷热酸甜”内容征集活动。

资料来源：冷酸灵官方公众号，北京电影学院电影商学院计划公众号，重庆日报，人民日报，凤凰网，知乎日报公众号，HTI

3.2 技术沉淀：专业化驱动差异化，产学研医出真知

牙齿敏感根本原因在于：外界作用于暴露的牙本质小管（即牙小管）面从而刺激神经纤维，因此封闭牙小管是降低牙齿敏感的根本途径。根据中华口腔医学杂志《牙本质敏感的诊断和防治指南》引用 Holland, Narhi, Addy 等提出的牙本质敏感定义，及加拿大

牙本质敏感专家共识，牙本质敏感症又称过敏性牙本质 (Dentine Hypersensitivity, DH)，是指牙齿在受到外界刺激如温度 (冷、热)、化学 (酸、甜)、机械 (摩擦或咬硬物) 等出现的一种异常酸痛症状，其特点为发作迅速、疼痛尖锐、时间短暂。根据流体力学说，其发生机制为外界温度、机械性或化学因素刺激作用于暴露的牙小管面，导致牙小管中液体流动的速度或方向发生改变，这种改变刺激成牙本质细胞周围神经纤维，从而产生敏感症状。

减少牙小管直径，封闭牙小管开口，以减少和避免牙本质内的液体流动，是治疗牙本质敏感的根本途径。《中华口腔医学杂志》指出，使用抗敏感牙膏是缓解牙本质敏感的首选方法，相比之下关于漱口水缓解牙本质敏感的证据等级不高。目前牙膏中有效的抗敏感成分包括钾盐、乙酸锶、氟化亚锡、钙复合物、生物活性玻璃。其中生物活性玻璃除了封闭作用外，成分中的硅离子还能够诱导沉淀层逐渐结晶生成矿物质，达到修复牙小管的作用。

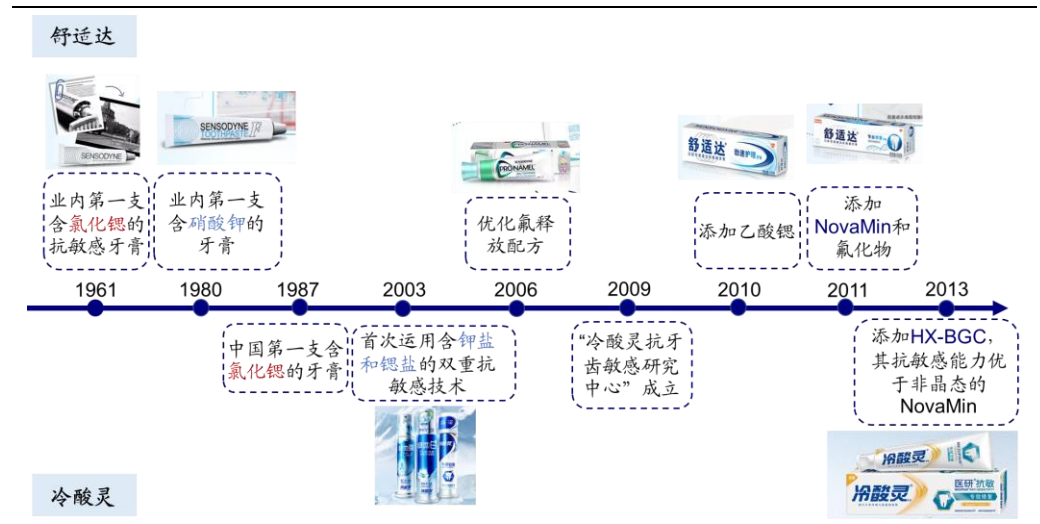
表 5 有效抗敏感成分梳理

种类	成分	作用机理
钾盐	硝酸钾、氯化钾、草酸钾、柠檬酸钾等	阻断神经传导+封闭牙小管：增加牙髓感觉神经感受器周围的 K ⁺ 浓度，产生去极化现象，以降低神经兴奋性。同时可使牙本质表面钙化程度显著提高，促使修复性牙本质形成，钾盐其结晶阻塞牙本质小管而隔绝外界刺激。
锶盐	氯化锶、乙酸锶	封闭牙小管：牙釉质和牙本质均可以吸收锶，锶可以分别与齿质中的碳酸钙作用生成碳酸锶、和牙本质的羟基磷灰石作用生成羟基磷灰石，阻塞牙小管。
氟化亚锡	氟化亚锡	封闭牙小管：在暴露的牙本质上使多种可溶的矿物质离子形成靶向沉淀并快速沉积封闭。
钙复合物	含有精氨酸重碳酸盐-碳酸钙等	模拟唾液堵塞封闭牙小管：唾液通过将钙离子带入开放的牙小管，使小管逐渐堵塞并在牙面形成含有磷酸钙和唾液糖蛋白的保护膜。
生物活性玻璃	磷硅酸钠钙 (NovaMin) 羟基磷灰石+磷酸三钙+磷酸钠钙 (HX-BGC)	封闭牙小管+修复：水解钙离子、磷酸根离子，释放大量氢氧离子增高局部环境 pH 值，促进钙磷等离子在牙齿表面沉积；硅离子诱导沉淀层逐渐结晶生成矿物质修复牙小管。

资料来源：国家知识产权局，北京大学学报 (医学版)，《中华口腔医学杂志》，《口腔护理用品工业》，《华西口腔医学杂志》，HTI

核心技术迭代，持续创新后来居上。“冷酸灵”作为我国首个专业抗敏感牙膏品牌，起源于 1987 年重庆牙膏厂自主研发出的中国第一支氯化锶抗敏感牙膏；2003 年在业内首先推出含钾盐和锶盐作为脱敏剂的双重抗过敏牙膏，带动同业研发从单一成分向多元成分组合进军；2013 年公司含生物活性陶瓷材料 (HX-BGC) 抗敏技术获得中国发明专利，该材料不仅能提高液体 PH 值、持续释放大量钙、磷酸根等多种离子，且能析出针状晶体，对抗牙本质敏感及促进牙齿表面再矿化效果更加显著。实验表明，含 HX-BGC 的牙膏在使用第 2 周起即可显著降低牙敏感性 68.6%，相比之下含 NovaMin 成分的牙膏同周期内该指标仅降低 21.2%。

图 30 冷酸灵及舒适达核心技术布局



资料来源：舒适达官方公众号，经济日报，冷酸灵官方公众号，冷酸灵京东旗舰店，国家知识产权局，HTI

自研抗敏感技术矩阵，确立行业专家地位。①**聚焦抗敏感核心技术突破**，其中生物陶瓷材料技术获得国家发明专利，能有效修复牙齿损伤，公司围绕该材料累计申请专利 10 余件，起草行业标准/团体标准各 1 项，打造医研高端产品平台；含钾盐和锶盐的双重抗敏感发明专利技术从修护和舒缓双途径解决牙齿敏感问题，经四川大学华西口腔医学院临床验证双重抗敏感效果显著，该技术被评为中国口腔清洁护理用品行业重大科技成果一等奖，实现成果转化 18 项，引领和推动了行业技术进步。

②**“1+X”多维度布局**，公司一方面加大对重度牙齿敏感人群研究，重点开展口腔生物新材料的开发和性能研究，拓展抗敏硅、纳米酶等关键技术 in 口腔健康领域的应用，打造口腔医疗级精准仿生愈敏技术、口腔数字化智能再生抗敏技术的多技术矩阵；另一方面高度关注儿童、老年等不同年龄段口腔健康需求，不断强化和丰富了防蛀、抑制牙菌斑、减轻牙龈问题等技术矩阵，拓宽抗敏感市场新图层。

表 6 抗敏感 3.0 技术矩阵

1.0 锶盐抗敏技术	2.0 双重抗敏技术	3.0 生物矿化抗敏技术
<p>含锶盐的抗敏感技术解决牙膏配方稳定性关键技术问题，经临床验证对牙本质过敏效果显著，创立了“冷酸灵”中国第一个专业抗敏感牙膏品牌</p> 	<p>含锶盐和钾盐双重抗敏技术获得中国发明专利，专利产品连续多年在抗敏感领域稳居行业内国有品牌第一名，该技术获得口腔清洁护理行业重大科技成果一等奖</p> 	<p>含生物活性陶瓷材料的抗敏技术获得中国发明专利，该技术对推动口腔护理用品领域技术革新起到重要作用，获得国家轻工联合会科技进步奖</p> 

资料来源：登康口腔招股书，HTI

多维科研成果，探索产学研医深度融合。公司凭借多年口腔健康基础研究积累，不断强化专业化和数字化口腔健康技术储备和生产转化能力。①**科研平台**：2009 年成立了行业内首家抗牙齿敏感研究中心——“冷酸灵牙齿抗敏感研究中心”，拥有国家级工业设计中心、CNAS 国家认可实验室和重庆市企业技术中心、重庆市工程海智工作站研究中心、重庆市工程技术研究中心、重庆市工业和信息化重点实验室、重庆市博士后科研工作站等省部级创新平台。②**协同创新**：与华中科技大学生命科学与技术学院、四川大学华西口腔医学院、重庆医科大学附属口腔医院等高校和科研院所开展了产学研医合作项目 15 项；设立与伦敦玛丽女王大学教授、英国皇家工程院王文院士为首的海智工作站，引领在口腔专业领域和医疗领域的持续性、开创性、创新性工作。③**行业引领**：2012 年发布了国内首部口腔健康蓝皮书《中国人牙本质敏感现状》；截至 2022 年已承担国家级和省部级科研项目 43 项，参与 20 余项国家及行业标准的制修订，取得包含双重抗敏感、生物活性玻璃陶瓷专效修复等多项技术在内的 191 项国内授权专利。

据招股书披露，公司拟规划投入约 43.9%募投资金用于智能制造升级、口腔健康研究中心、数字化管理平台建设项目，以打造口腔护理、口腔医疗、口腔美容和智能口腔新技术，我们认为这将持续提高其“研发—供应链—用户服务”的全链路协同创新能力，进一步扩大企业高效&高质量运营优势。

表 7 公司主要技术储备

序号	技术名称	技术主要内容
1	双重抗敏感专利技术	含钾盐和锶盐的双重抗过敏技术，钾盐和锶盐协同抗过敏作用优于单一钾盐或锶盐。
2	生物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感专利技术	生物活性玻璃陶瓷材料 (HX-BGC) 材料在水溶液或唾液环境中时发生快速反应，释放钙、磷等离子，在其表面形成一多孔网状结构，释放的离子在吸附的牙齿表面沉积，形成一与骨组织和牙釉面化学成分结构相似的羟基磷灰石层 (HA)，较好的修复敏感牙齿受损部位，起到减轻牙齿敏感疼痛的作用。
3	包含抗敏感剂和益生菌的抑菌组合物抗敏感专利技术	通过抗敏感剂和益生菌实现协同作用，帮助使用者解决牙龈出血、口臭、牙齿松动、牙齿敏感等症状。
4	牙齿着色风险评估专利技术	通过建立人类使用食品、药品和口腔清洁护理用品等入口产品的实验室使用模型；对牙齿着色情况进行风险评估，能有效评估食品、药品和口腔清洁护理用品等入口的产品对牙齿的染色风险。
5	含氟化锶的单抗技术	通过增强脱矿牙釉质或牙本质的强度，封堵牙本质小管，提升抗牙本质敏感的功效。
6	迅速缓解牙本质敏感疼痛技术	通过高浓度硝酸钾和氟化锶迅速缓解牙本质敏感。
7	高盐组合物协同抗敏感美白技术	通过硝酸钾，焦磷酸盐抗敏感协同作用，具有美白抗敏感双重功效。
8	微胶囊变色技术	利用微胶囊包裹将变色因子成功封锁在微胶囊内，在刷牙力度和时间的双重作用下释放约 10 万单位显色粒子“微光蓝”，牙膏泡沫由白色逐渐变成蓝色，应用变色因子光学特性直接提升牙齿美白度。
9	含氟磷酸钠、柠檬酸锌等冷酸灵牙膏治疗轻型复发性口腔溃疡技术	氟磷酸钠、柠檬酸锌等活性物成分按照比例添加进牙膏，能够增强修复口腔粘膜功效，减少有害细菌。
10	采用单氟磷酸钠含氟驻留时间延长技术	通过延长活性物在口腔中的驻留时间，氟离子有效防止蛀牙，益生菌平衡口腔菌群，有效防止儿童患龋风险，帮助儿童牙齿健康成长。
11	含金银花等活性成分的冷酸灵牙膏减轻牙龈炎症的技术	将金银花茯苓等活性成分组合物复配，提升治疗牙龈炎效果。
12	含健齿素 (SDC) 成分牙膏的护龈技术	实现了减轻牙龈红肿出血，减少口腔有害细菌滋生，有效护龈。
13	基于透明质酸钠的舒缓修护技术	采用钾盐和透明质酸钠等组合物，使产品具有良好的缓解牙本质敏感和修护口腔黏膜的功效。
14	基于西吡氯铵的抑菌护理技术	西吡氯铵作为抗 (抑) 菌剂，通过优化配方实现产品的有效抑菌、减轻牙龈有关问题。

资料来源：登康口腔招股书，HTI

表 8 公司部分在研项目

序号	项目名称	解决主要问题
1	口腔硬组织研究	从微观上研究牙体硬组织的磨损和修复过程，通过磨损和修复机理的深入，强化新材料的生物学效应，提升活性材料的抗敏和修复效果。
2	口腔软组织研究	探索牙龈组织病变、口腔黏膜疾病等致病机理，寻找软组织修复关键路径，解决口腔牙龈炎、口腔溃疡等口腔软组织问题。
3	口腔微生态及抑菌效果研究	深入口腔生理生化特性研究，充分认识微生物与口腔常见疾病的关联性，建立适合口腔清洁护理用品抑菌效果的评价方法，创新抑菌技术，强化产品抑菌功效。
4	抗牙本质敏感机理及迭代技术研究	细化和优化抗敏研究体外模型，建立抗牙本质敏感功效评价方法，创新配方抗敏技术。
5	面向口腔健康的抗敏生物材料开发与产业化	解析新一代抗敏生物的构效关系、设计原则和作用机制，开发具有抗牙本质敏感效果的口腔生物材料及生物合成路径。
6	漱口水稳定性体系研究	优化不同活性物和着色剂在水剂中的悬浮效果提升产品感官体验，建立加速试验的检测与分析方法。
7	抗 (抑) 菌剂组合物对口腔致病菌抑制作用与流感病毒杀灭效果研究	筛选对口腔致病菌抑制作用与流感病毒杀灭效果的优选组合和配比，以提升口腔抑菌制剂 (第二类消毒产品) 的性能。
8	专研平台产品功效强化及升级	对专研平台的抗敏、美白、护龈技术进行持续研究升级，成功实现牙膏产品产业化，提升产品功效，增加产品市场竞争力。
9	安心优护儿童牙膏产品开发	从新防龋和固齿技术两方面研发新品，进一步提升儿童平台产品市场竞争力。
10	抗糖护齿技术及牙膏开发	研究抗糖酸的成分的机理及模型，上市成人抗糖酸牙膏产品。
11	天然系列牙膏开发	挖掘天然植物成分口腔护理功效，实现天然健康系列口腔护理产品产业化升级。
12	智能口腔产品	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，针对不同年龄段人群开发系列产品。

资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

4. 成长展望：品类&渠道进阶，口腔健康新蓝图破局而发

随着公司市场占有率及品牌知名度的提升，公司已将产品逐步扩展至牙刷、电动牙刷、漱口水、口腔抑菌膏、牙齿脱敏剂等口腔护理产品，从口腔清洁护理用品领域向电动口腔护理用品、口腔卫生用品及口腔医疗器械用品等领域丰富壮大，以满足消费者更加个性化、专业化的需求。对比同业来看，我们认为公司产品单价处中游水平，随现有产品不断研发升级、面向各年龄段消费人群专业化、个性化的高品质口腔护理解决方案逐步推广，客单价仍有提升空间。

4.1 产品创新：发力中高端市场，借势新品类多元拓展

提价空间大，创新品类开拓增长曲线。据久谦统计 2023 年天猫渠道销售数据，①公司各品类较竞品具备价格优势，如冷酸灵含有生物陶瓷成分的医研抗敏牙膏均价 53 元，具备类似功效如舒适达专业修复抗敏牙膏均价超 80 元。②产品结构仍以牙膏销售为主，组合装更受用户欢迎，如包含多种功效牙膏家庭套装销售额占品牌天猫收入比例达 28.8%，我们认为牙膏、传统牙刷等基础品类的耐用型耗材、计划性消费属性突出，用户单次购买大容量&多功效的牙膏组合装也体现其较强的品牌认同。

其余产品的创新力、悦己属性也正在逐步获得认可，如泵式牙膏套装销售额占比达 41.5%成为第一大核心单品，猫爪牙刷因外观设计出圈销售额达 342 万元，漱口水品类销售额 217 万元。相比之下，舒客其他口腔护理品类销售占比已达到 32.3%接近成人牙膏品类，主因其定位“一站式口腔护理”且线上营销相对领先，深受 30 岁以下的年轻客群欢迎。

我们判断，冷酸灵的优势在于国民品牌心智下，子品类之间连带效应更强，助力产品矩阵的快速拓展；而如何设计出个性化的产品、灵活的营销策略、传递契合年轻客群的价值观则成为品牌焕新过程的挑战。

表 9 天猫渠道冷酸灵核心产品梳理及竞品对比 (2023)

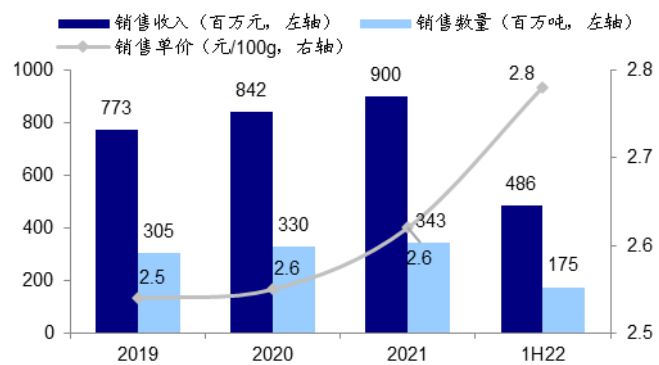
冷酸灵			舒适达		
	均价 (元)	销售额占比 (%)		均价 (元)	销售额占比 (%)
成人牙膏	32	86.1	成人牙膏	63	98.2
泵式牙膏套装	33	41.5	多效抗敏牙膏组合	70	48.5
多效牙膏家庭装	48	28.8	专业修复美白牙膏	89	25.9
专研抗敏牙膏	32	7.2	多效抗敏牙膏	37	5.0
预护口气清新抗敏牙膏	23	3.4	护釉健牙膏	88	4.0
医研抗敏牙膏	53	1.7	劲速抗敏牙膏	40	3.4
清火抗敏牙膏	19	1.6	安心美白牙膏	61	3.2
抗菌抗敏牙膏	15	1.3	牙龈护理抗敏牙膏	41	2.8
护龈洁齿抗敏牙膏	38	0.6	专业护敏健龈牙膏	93	2.7
专护抗敏牙膏	24	0.2	沁爽劲洁牙膏	49	2.6
儿童口腔护理	67	5.0	多重倍护抗敏感牙膏	67	0.1
儿童牙膏	33	3.3	其他口腔护理产品	67	0.7
儿童牙刷	26	1.2	牙刷	25	0.7
儿童电动牙刷	142	0.5	假牙粘合剂	109	0.1
其他口腔护理产品	36	3.6			
猫爪牙刷	36	1.6			
漱口水	31	1.0			
牙线	42	0.9			
合计		94.8			98.9
舒客			高露洁		
	均价 (元)	销售额占比 (%)		均价 (元)	销售额占比 (%)
成人牙膏	42	33.2	成人牙膏	47	61.5
酵素牙膏	53	14.6	酵素牙膏	111	14.1
小苏打牙膏	31	4.9	直立式按压牙膏	49	13.0
专效牙膏组合装	24	4.2	多效牙膏家庭装	66	7.9
智感焕白牙膏	89	2.8	氨基酸牙膏	79	7.6
泡感牙膏	30	2.5	喜马粉盐美白牙膏	31	6.6
氨基酸美白牙膏	34	2.2	密集焕白牙膏	28	5.1
益生菌清新口气牙膏	32	2.0	防蛀牙膏	25	2.0
儿童口腔护理	76	15.1	小苏打牙膏	19	1.7
舒克宝贝牙膏	28	9.4	不挂壁式牙膏	65	1.1
儿童牙刷	23	2.9	每日光泽亮白牙膏	39	0.9
儿童电动牙刷	177	2.8	清新口气薄荷牙膏	25	0.9
其他口腔护理产品	138	32.3	玻尿酸护龈牙膏	27	0.7
电动牙刷	171	18.3	儿童口腔护理	37	4.0
美白牙贴	191	7.0	儿童牙膏	37	4.0
漱口水	43	3.6	其他口腔护理产品	38	28.2
口腔喷雾	34	2.1	牙刷	31	19.7
洗牙器	248	1.4	漱口水	46	8.5
合计		80.6			93.7

资料来源：久谦数据，HTI

(A) 产品高端化：功效叠加&视觉焕新推动价格升级。拓展抗敏感强相关产品，多元功效发力中高端市场。成人牙膏从基于抗敏感 1.0 技术研发的基础系列向高阶延伸，如医研平台突出临床背书，专研、预护平台则分别针对不同程度的牙敏感问题，在抗敏感功效成分基础上开发以美白、护龈、口气清新年轻用户需求较强的产品系列，如预护美白系列含从谷物中提取的“植酸钠”天然美白成分，与牙齿表面的茶渍、咖啡渍、烟渍等外源性色渍进行结合，能够不伤害牙齿、天然安全美白；优护系列主打减少口腔有害细菌，缓解牙龈红肿出血；口气清新系列主打口感劲爽、透明膏体特色，突出水果、茶、盐等不同口味元素。我们对比发现，更加丰富功效的产品由于拓宽了使用场景，叠加核心“抗敏感”心智的溢出效应，围绕“抗敏感+”展开跨人群、跨品类探索是冷酸灵迈向高端化的重要一步。

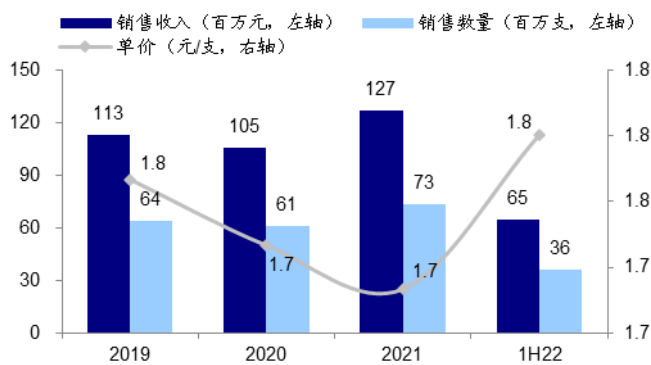
把握年轻人群需求，加速产品迭代。据冷酸灵电商合作方奇赢电商公众号，公司在大数据的支持下不断尝试新品研发，2014年推出的“极地白”泵式牙膏突破传统管状包装，采用全新直立按压泵式包装，主打时尚、新颖、便捷的特性，深受年轻时尚人群喜爱，在2015年迅速拓展线上市场的占有率，助力品牌实现二次塑造。成人牙刷产品通过全线升级与品牌视觉焕新，围绕抗敏感核心定位，以不同刷毛的柔软度，开发出猫爪刷、专研泡泡刷系列产品，同时加大牙刷品牌整合营销、提升牙刷多渠道分销覆盖，带动公司2021年成人牙刷销售收入同比增长20.3%，2022-23年公司成人牙刷销售收入同比各增长7.0%、14.8%。

图 31 成人牙膏销售额、销量及单价



资料来源：登康口腔招股书，HTI

图 32 成人牙刷销售额、销量及单价



资料来源：登康口腔招股书，HTI

电动口腔护理产品满足品质追求。公司先后推出“登康”、“冷酸灵”、“贝乐乐”电动牙刷及冲牙器等电动口腔产品，产品矩阵的持续完善和优秀电动口腔人才的招募等举措，更好地满足了市场多样化需求。2019-2023年公司电动牙刷销售收入年复合增长率达54.4%。2021年推出高单价日月系列，2022年推出云海系列采用磁悬浮马达设计，48000次/分钟声波震动领先同业，动力稳定且噪音较低，产品技术核心升级提振客单。电动牙刷作为口腔护理高端化产品的代表，目前已有不少国货品牌实现高溢价产品持续输出，公司有望协同牙膏类产品的先发优势，基于丰富的技术储备在这一垂类市场弯道超车。

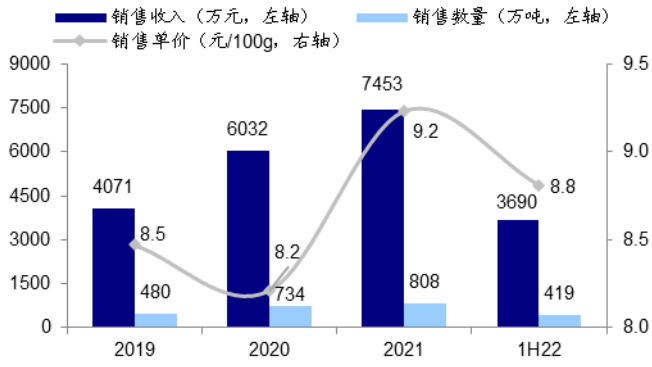
表 10 成人口腔护理产品不同品牌对比

类型	品牌	产品名	产品介绍
成人牙膏 抗敏感 (成分差异)	冷酸灵	基础系列 	经典抗敏感牙膏，在抗敏感 1.0 技术（锶盐）的基础上焕新升级，同时开发清火、防菌、固齿护龈产品
		医研抗敏系列 	临床研究背书，定位高端、专业性代表产品，通过生物活性玻璃陶瓷材料修复牙齿敏感受损部位，遇水释放活性离子形成类牙齿成分羟基磷灰石层，获国家发明专利授权
		舒适达 专业修复抗敏牙膏 高露洁 专效抗敏修护牙膏	采用 NOVAMIN 生物活性玻璃技术，在口腔中形成修复层，阻隔刺激 Pro-Argin™ 技术，8%活性精氨酸搭配碳酸钙专利技术封堵牙小管，采用氧化锌、柠檬酸锌双锌专利配方增强牙龈抵抗力
成人牙膏 抗敏感+ (功效多元性)	冷酸灵	专研系列 	采用抗敏感 2.0 技术，硝酸钾+氯化锶双重抗敏感，阻隔疼痛信号传导并封闭牙小管；基于“1+X”技术矩阵推出系列功效型产品，为有牙齿敏感感知的品质用户解决复合口腔问题包括美白、护龈、植物炭深洁、益生菌等
		预护系列 	采用抗敏感 2.0 技术，硝酸钾+氯化锶双重抗敏感，满足牙齿敏感不严重的年轻用户预防牙齿敏感和日常口腔清洁护理需求，包括美白系列、优护系列、口气清新系列和泵式系列
		舒客 卓效炫白修护牙膏 舒客酵素美白牙膏 舒适达 美白配方牙膏	精氨酸+甘氨酸温和清洁、滋养牙龈 超酶因子协同专利技术，1500 种酵素高效配比，包括水合硅石、葡聚糖酶、谷物亮白精华植酸钠等 物理美白和化学美白结合，专为敏感牙齿设计，三聚磷酸五钠、水合硅石、氧化铝，细小颗粒温和摩擦，添加钾离子有效缓解牙齿敏感
电动牙刷 (技术创新)	冷酸灵		3 种功能模式，定位“净护平衡”，围绕抗敏感核心高效清洁、温柔护龈。分为天地、日月、云海系列，振动频率各最高 31000、36000、48000 次/分钟，有效减少牙菌斑，其中天地系列为净白+护龈双刷头，云海系列采用磁悬浮马达静音设计
		舒客 电动牙刷	最高 12 种模式；振动频率 40000 次/分钟，其中 Pro-V5 款最高 40200 次/分钟
		Usmile 笑容加电动牙刷	3 种模式；振动频率 32000-38000 次/分钟，Y1pro 款搭载智能感压芯片和智能算法实时调控牙刷振感，避免用力过度伤牙

资料来源：天猫超市，冷酸灵天猫旗舰店，舒适达天猫旗舰店，舒客天猫旗舰店，Usmile 天猫旗舰店，高露洁京东旗舰店，登康口腔招股书，HTI

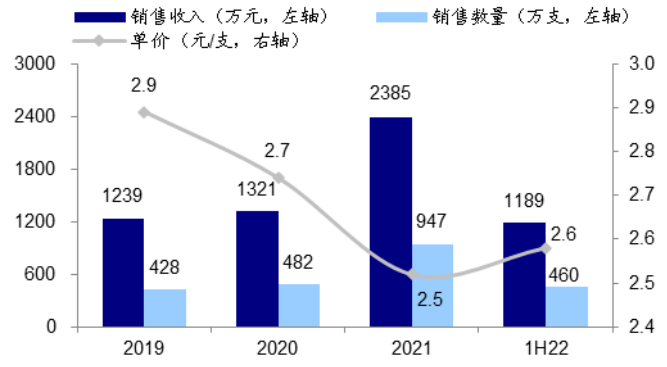
(B) 品类精细化：分阶适龄方案，积极入局儿童口腔护理蓝海。 儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”分别针对不同年龄段儿童的发育特点和习惯开发。其中贝乐乐品牌于 2014 年推出，以食品级甄选品质、趣味培养儿童刷牙习惯和热门儿童 IP，获得良好销售业绩与消费者的一致认可。据公司招股书援引尼尔森数据，2021 年“贝乐乐”儿童牙膏线下零售市场份额为 7.2%，位列行业第五；儿童牙刷线下零售市场份额 5.7%，位列行业第三，展现公司儿童品类强劲的发展潜力和市场竞争能力。

图 33 儿童牙膏销售额、销量及单价



资料来源：登康口腔招股书，HTI

图 34 儿童牙刷销售额、销量及单价



资料来源：登康口腔招股书，HTI

儿童口腔环境更为娇嫩，因此对护理产品用材用料提出更为精细和专业的要求，公司在儿童、婴童等特殊人群口腔疾病领域均已开展机理研究并落实技术布局。①分阶适龄方案优于同业，公司在业内普遍采用 2-12 岁的年龄组中进一步细分出 0-8 岁婴幼儿、2-12 岁儿童群体，针对不同年龄段口腔的发育特点和行为习惯推出产品；同时开发安全低龄儿童口腔护理配方技术，促进与母婴消费人群的沟通，填补 0-2 岁婴幼儿市场空缺。②产品配方及形态更加贴合儿童身心，如采用氨基酸慕斯泡沫形态，部分产品无氟添加，解决儿童误吞牙膏、乳牙阶段受牙膏刺激、刷牙泡沫少等痛点，也让刷牙更有趣味，吸引宝宝兴趣；从新防龋和固齿技术两方面研发新品，在产品功效上将增加益生菌、生物活性发泡等食品安全新技术应用，研发项目已进入试生产验证阶段。

我们认为，公司儿童口腔护理产品矩阵受成人牙膏品牌溢出效应带动，且具有相对成人产品高单价、相对同类产品设计更精细化的优势，预计随研发项目不断完善和升级，高端新品推出一方面推动价格中枢上移，优化自身盈利能力，另一方面抢占儿童口腔护理赛道机遇，在快速增长的市场中赢得第二增长曲线。

表 11 儿童牙膏不同品牌对比

类型	品牌	产品名称	产品介绍	单价 (元/g、元/ml)
	贝乐乐 & 萌芽	儿童牙膏	针对 2-12 岁儿童设计，部分 SKU 含氟量为 0，合作汪汪队立大功动画 IP。辅以每天不同口味、刷牙打卡、盲盒等乐趣	0.33
		婴幼儿牙膏	针对 0-8 岁幼龄儿童开发，针对性开发温和泡泡、定量释放的泡沫泵式牙膏，以及安全防龋牙膏系列	-
儿童牙膏 (分龄护理)	舒客宝贝	防蛀牙膏	专为 2-12 岁儿童研制，添加氟化钠 (含氟量为 0.06%)、益生菌、木糖醇，合作喜羊羊、乐迪、多多等动画 IP	0.47
		按压式儿童牙膏	专为 2-12 岁儿童研制，啫喱质地，添加氟、乳酸钙和木糖醇，含氟量为 0.06%，合作喜羊羊、乐迪、大字等动画 IP	0.30
	仔牙乐	儿童牙膏	针对 3-12 岁儿童设计，添加木糖醇、VC 和 VE 衍生物、矿物质离子，含氟量为 0.06%，赠送故事书盲盒	0.19
	青蛙王子	防蛀护龈儿童牙膏	定位 3-12 岁儿童，添加单氟磷酸钠 (含氟量为 0.06%)、山梨醇、木糖醇	0.20

注：上述均为各品牌旗舰店 2023 年价格

资料来源：天猫超市，各品牌天猫旗舰店，高露洁京东旗舰店，登康口腔招股书，HTI

4.2 渠道进阶：低线抢筑经销壁垒，数字化赋能全域全渠

公司以经销模式为主，直供模式覆盖部分 KA 渠道及团购客户，同时顺应消费习惯变化积极拓展电商渠道，实现了全国各级区域市场及渠道的高效覆盖。我们认为，公司具备更强的品牌号召力和更优的渠道管理模式，可助力拓宽市场覆盖的深度和广度；这也证明公司正在逐步实现渠道商和消费者数据资产的沉淀，形成全渠道运营体系，有望凭借品牌声量，借助全链路数字化在线上打开进一步成长空间。

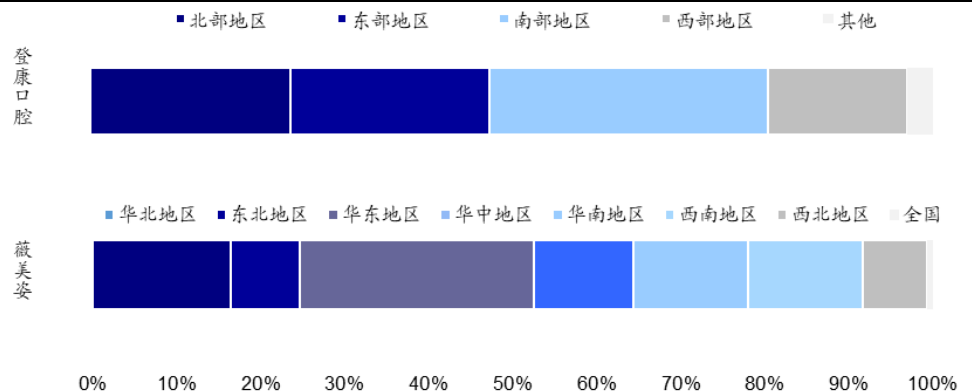
图 35 公司分渠道销售模式



资料来源：登康口腔招股书，HTI

渠道广阔：“农村包围城市”，经分销模式打开渗透空间。公司拥有层次分明、全面覆盖的销售网络体系，线下坚持“依托客户、业务前移、重心下沉、强化分销、服务市场”的渠道运作方针。①**深耕西南辐射全国**：从地区划分来看，公司在以重庆为中心的西部地区市场经销商户均销售业绩领先，证明公司具备行业领先的品牌号召力和市场渗透率，拥有更高的消费者认可度，而在竞争激烈的南部地区则通过发展经销商数量，覆盖更多的人口和城市。通过分布在全国 31 个省、自治区、直辖市以及 2000 余区/县的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖。

图 36 公司经销商地域分布



注：登康口腔数据截至 2022.6，薇美姿数据截至 2021.9

资料来源：登康口腔招股书，薇美姿招股书，HTI

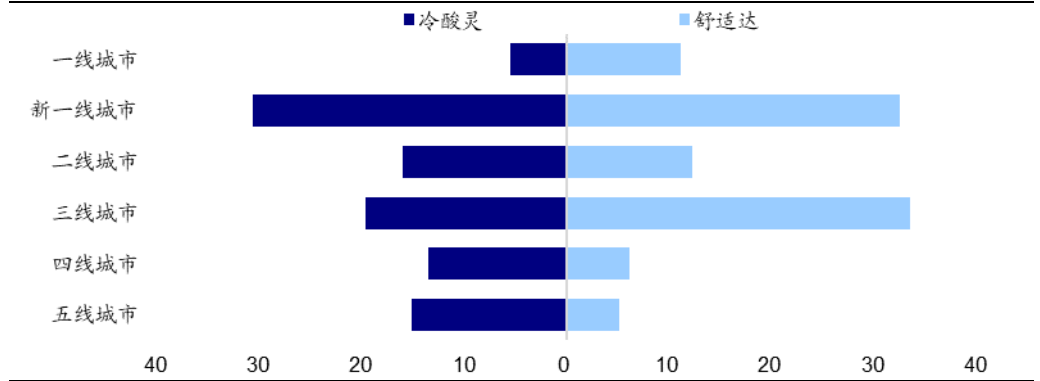
表 12 公司按地区划分的经销商数量

	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 6 月	
	数量 (家)	户均销售 (百万元)	数量 (家)	户均销售 (百万元)	数量 (家)	户均销售 (百万元)	数量 (家)	户均销售 (百万元)
东部地区	116	1.5	108	1.7	125	1.6	124	0.9
南部地区	184	1.2	168	1.4	180	1.4	174	0.7
西部地区	80	2.9	79	3.1	88	2.8	87	1.3
北部地区	130	1.4	115	0.2	124	1.7	125	0.8
其他	11	1.3	24	1.2	17	1.6	16	0.9
总计	521	1.6	494	1.8	534	1.7	526	0.9

资料来源：登康口腔招股书，HTI

②**县域开发模式，下沉市场壁垒深厚**：从城市层级来看，各品牌也在积极调整自己的渠道结构。公司以独特的县域开发模式深耕分销，经分销商两级渠道代理模式成为口腔护理品牌在县域市场的运作典范，冷酸灵也因此已形成三四线及以下市场的渠道壁垒，未来能够持续获得中国城镇化发展的红利。截至 2024 年 7 月，冷酸灵新一线城市客群占比明显提升，我们认为这与其产品升级、发力线上渠道从而打破地域限制有关，这一突破将在未来的进一步表现为产品客单的提升。

图 37 冷酸灵&舒适达用户分布 (2024 年 7 月, %)



资料来源：蝉妈妈，HTI

③**终端精细化**：提升 KA 终端门店的店内表现和动销管理，推动 O2O 新零售模式发展，树立品牌专业化形象。④**口腔专业渠道拓展**：通过覆盖零售药房及口腔医院等，打造口腔医疗与美容产品的第二增长曲线。我们相信随着公司持续优化经销商分级分类管理，加强优秀零售商的战略合作，做大单品、打造专区和聚焦自运营平台，在 KA 渠道推动“千店倍增”及“掘金小超”计划，升级县域市场运作 3.0 模式，全域协同落实将进一步打开成长空间。

表 13 线下终端覆盖情况对比

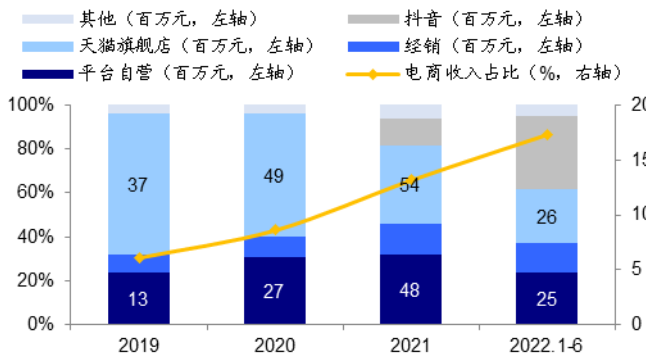
单位：家	登康口腔 (截至 2022 年 6 月 30 日)				薇美姿 (截至 2021 年 9 月 30 日)		
	2019	2020	2021	2022.6	2019	2020	2021.9
新增经销商	28	45	66	40	230	137	115
终止经销商	49	45	30	25	499	283	208
期末经销商净增加/ (减少)	-21	0	36	15	-269	-146	-93
期末经销商数量	521	494	534	526	841	695	602
线下经销收入 (百万元)	816	882	930	474	602	469	408
线下经销收入占比 (%)	86.6%	85.9%	81.6%	77.7%	36.2%	29.0%	33.2%
单个经销商收入 (百万元)	1.6	1.8	1.7	0.9	0.7	0.7	0.7

资料来源：登康口腔招股书，薇美姿招股书，HTI

主动变革拥抱新渠道，电商+新零售助力可持续成长。公司早在 2012 年就开通了冷酸灵天猫旗舰店，从“以生产为中心”转向“以消费者需求为中心”的世代，但前期暂未在年轻人群中树立起品牌美度和品牌影响力，与年轻消费者缺乏有效沟通，因此 6 年间年均 GMV 逐步从 100-200 万元增长至 2000 多万元起量较慢，但同时公司的静心沉淀打下了扎实的基础。

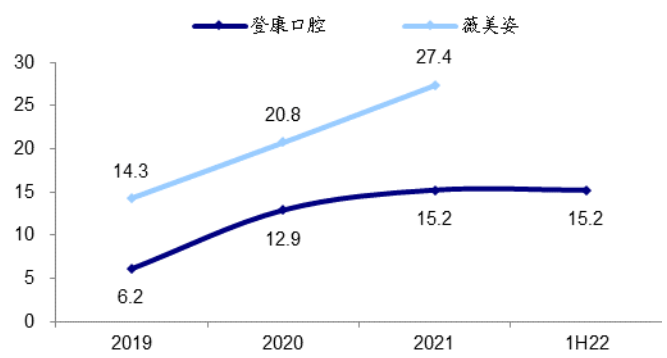
在大数据支撑下不断尝试新品研发，2014 年推出“极地白”泵式牙膏，2018 年起随着公司组建电商事业部专门对接天猫，通过品牌焕新计划——围绕“冷热酸甜”为主体，推出不同风格的个性款牙膏，快速实现品牌在天猫渠道的革新，2019 年上半年冷酸灵线上 GMV 已达到 3000 万元，与 2018 年全年销售额齐平。

图 38 电商渠道收入拆分



资料来源：登康口腔招股书，HTI

图 39 线上推广费用率 (2019-1H22, %)



资料来源：登康口腔招股书，薇美姿招股书，HTI

随着 00 后线上消费人群的崛起，公司加速 B2B、O2O 与社区团购平台等新零售渠道的拓展，在电商渠道借助中心电商、兴趣电商两大平台，通过用户沉淀、营销转化实现用户资产池积累、C 端用户精准运营、“人货场”的有效连接，产品量价齐增推动销售收入持续增长。2020-2021 年除成人牙膏公司各口腔基础护理产品均保持双位数增长，其中 2021 年成人牙膏、成人牙刷、儿童牙膏、儿童牙刷线上电商渠道收入各同比增长 60.5%、224.8%、66.3%、36.0%，占比各提升 4.6pct、4.9pct、2.4pct，降低 2.0pct。

对比同业，我们认为公司线上推广费用投放尚处于较低水平，但线上电商渠道仍保持稳步增长，且已形成自营为主、经销为辅的模式，证明品牌心智稳定、用户资产优，2019-2022 年 6 月直销模式占线上收入比例各 68.1%、59.8%、54.3%、63.0% 相对稳定。随着公司加大主流中心电商平台投入，布局兴趣电商、私域电商等新兴电商平台，将进一步推动公司整体收入稳步攀升。

表 14 登康口腔及薇美姿分渠道表现

单位：百万元	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)	收入	占比 (%)
登康口腔								
线下渠道	879	93.3	929	90.4	985	86.4	1029	78.3
经销	816	86.6	882	85.9	930	81.6	975	74.2
直供	63	6.7	47	4.6	54	4.8	54	4.1
线上渠道	57	6.1	88	8.6	150	13.2	276	21.0
直销	39	4.2	53	5.1	81	7.1	-	-
经销	5	0.5	9	0.8	21	1.8	-	-
平台自营	13	1.4	27	2.6	48	4.2	-	-
其他	6	0.6	10	0.9	5	0.4	8	0.6
合计	942	100	1028	100	1140	100	1313	100
薇美姿								
线下渠道	1033	62.1	942	58.3	697	56.7	-	-
经销	602	36.2	469	29.0	408	33.2	-	-
大客户	431	25.9	473	29.3	289	23.5	-	-
线上渠道	630	37.9	674	41.7	533	43.3	-	-
直销	290	17.4	330	20.4	300	24.4	-	-
经销	340	20.5	344	21.3	233	18.9	-	-
合计	1663	100	1616	100	1230	100	-	-

资料来源：登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，薇美姿招股书，HTI

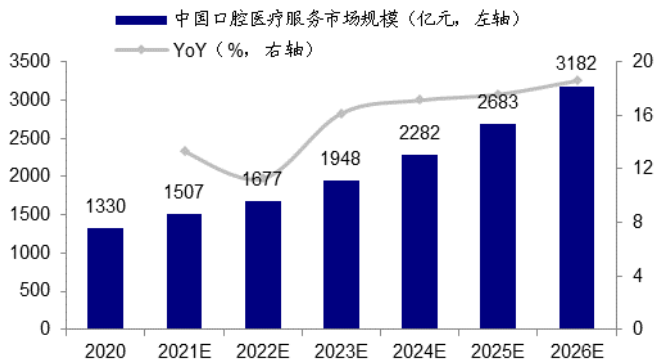
注：其中薇美姿 2021 年数据为 2021 年 1-9 月

4.3 生态延展：进军口腔医疗与美容，“四梁八柱”再添动能

口腔基础护理市场由于企业广泛采用多品牌、多品类、多品种的竞争策略，使得行业不断细分，各竞争品牌在不同档次、不同功效、不同规格和不同价位上均有同质化的产品推出，市场竞争激烈；我们认为，公司发力口腔医疗与美容护理与同业形成差异化优势，同时进一步提升其专业形象，强化“医疗”属性也能够推动产品客单提升，有望成为公司未来产品拓展和收入增长的重要驱动。

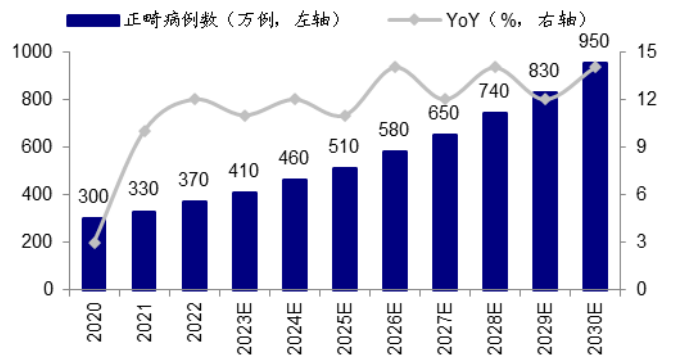
“消费+医疗”属性扩大口腔诊疗需求，正畸成为新引擎。据艾瑞咨询公众号《中国口腔医疗行业发展趋势研究报告》，在国民爱牙意识增强、国民收入快速增长、民营口腔医疗机构持续发力等因素的驱动下，预计未来口腔医疗服务市场将持续快速扩张，以终端消费额计，有望于2026年达到约3182亿元，2023年到2026年的复合增长率达17.8%。其中正畸市场将成为新一轮蓝海，我国《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》显示，中国错颌畸形的患病率达74%，对应潜在错颌畸形患病人数约10.4亿人；预计2025年该市场规模将达到660亿元，2022-2025年增速为14%，正畸市场患者基数庞大，市场需求强劲。

图 40 我国口腔医疗服务市场规模 (2020-2026E)



资料来源：艾瑞咨询，HTI

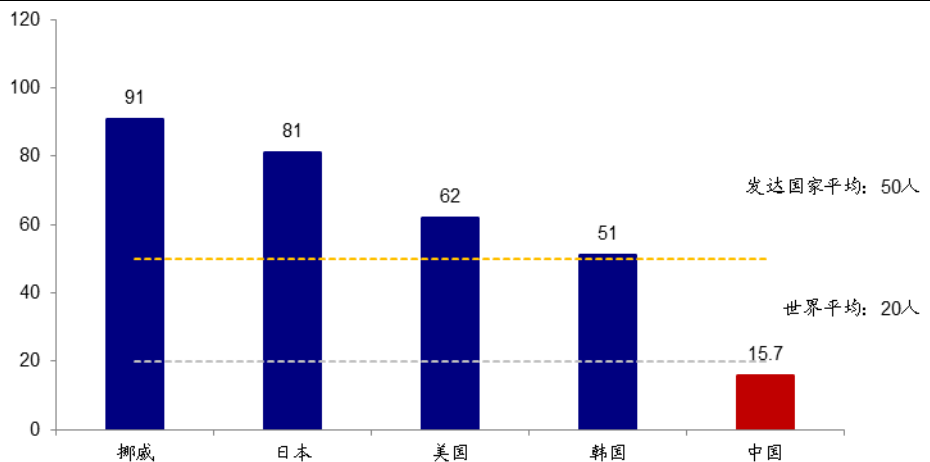
图 41 我国正畸市场病例数及增速 (2020-2030E)



资料来源：美团医疗《2023 口腔医疗服务洞察报告》，动脉网公众号，HTI

牙科服务普及率较低，催生个人口腔健康管理智能化。在口腔诊疗需求不断扩大的趋势下，牙医供给不足成为一大痛点。据艾瑞咨询公众号《2022 年中国口腔医疗行业发展趋势研究报告》数据显示，2020 年中国每百万人中的牙医人数为 157 人，远低于全球及其他发达国家平均水平；未被满足的需求引导下，精准化、智能化正成为口腔健康护理的重要发展方向。行业正在从以疾病为中心的口腔诊疗模式，转向以健康为中心的口腔健康管理模式，对制造业和产品也提出了智能化、个性化的要求。

图 42 中国与世界各国口腔医生缺口情况对比 (2020 年，每百万人口牙医数，人)



资料来源：艾瑞咨询公众号，HTI

公司把握行业机遇，围绕牙齿脱敏、正畸、整形等领域开拓品类，布局牙科脱敏糊剂、口腔溃疡含漱液等口腔医疗器械产品，积极培育壮大医疗级口腔生物材料新产业。其中牙齿脱敏剂用于缓解因牙本质暴露而引起的牙齿过敏症状，已取得第二类医疗器械资格；同时基于“生产一代、研发一代、储备一代”的机制强化底层研发，提供创新型、差异化、智能化产品，如口腔医疗级精准仿生愈敏技术、口腔数字化智能再生抗敏技术；加大对 AI 芯片、无刷马达、充电锂电池和电路板等核心电子元器件的持续投入，打造数字化智能口腔系列产品。

我们认为，公司有望在完成品牌价值升级的同时，逐步拓展布局口腔医疗器械、口腔正畸、口腔整形等高附加值产业，向高端制造和口腔医疗、口腔美容服务产业战略延伸，为全面进入口腔大健康产业奠定坚实基础。

表 15 公司口腔医疗及美容护理产品

类型	品牌	产品系列	产品介绍	单价
医疗口腔器械 口腔卫生用品	冷酸灵	牙齿脱敏剂	牙齿脱敏剂作为二类医疗器械，可用于术前预防性脱敏、术后脱敏修复及术间家庭式治疗，常见于医生术前、术中和术后推荐患者使用	
		口腔抑菌系列	口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品，对金黄色葡萄球菌、大肠杆菌、白色念珠菌等有抑制作用，可满足刷牙与漱口多方面的抑菌需求	
口腔美容与专业护理用品	冷酸灵	正畸护理系列	开发适合钢丝托槽正畸及隐形正畸人群使用的凹槽正畸牙刷、前凸型正畸牙刷、牙周护理牙刷、小尖头单束刷、正畸保持器清洁片等产品	29.9 元/2 支
	冷酸灵	漱口水系列	0 酒精含量减少口腔刺激，使用 20 秒即帮助减少 99% 口腔细菌。	专研漱口水 24.9 元/500ml
		画甜口腔喷雾	“口红式”旋转包装和高雾化喷头设计，搭配三种不同口味复调果香；含玻尿酸精粹精华，滋养口腔；0 酒精、减菌配方，温和不刺激	画甜口腔喷雾 79.9 元/32ml
	高露洁	漱口水	0 酒精含量，使用漱口 30 秒见效，12 小时清新口气，高露洁科研专家背书	54.9 元/500ml
云南白药	漱口水	0 酒精、0 蔗糖、0 色素，推出修护（含云南白药活性成分，修护口腔黏膜、缓解口腔疼痛）、防蛀、美白细分产品	修护 88 元/500ml 防蛀 45 元/500ml 美白 45 元/500ml	

注：上述均为各品牌旗舰店 2023 年价格，云南白药漱口水为 2024 年 8 月旗舰店价格

资料来源：登康口腔招股书，各品牌天猫旗舰店，HTI

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测：预计 2024-2026 归母净利润 1.6/1.9/2.3 亿元

我们认为，公司作为抗敏牙膏赛道龙头企业，已建立围绕成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品的核心产品矩阵，品牌形象深入人心；技术积累雄厚，迭代+创新树立行业专家地位；产品创新趋向高端化，迎合年轻消费群体需求，并积极探索儿童口腔护理蓝海和口腔护理衍生市场；县域体系构建经销壁垒，数字化赋能电商+新零售渠道可持续成长。同时看好口腔护理行业的发展前景，横向扩容+纵向升级开拓新市场空间，利好龙头国货品牌突围。

(1) 成人基础口腔护理产品：成人基础口腔护理产品为公司收入主要来源，但随着矩阵构建和品类拓展，占比呈下降趋势，同时为顺应产品高端化创新，单价呈走高态势，拉动毛利水平上升。我们预计 2024-2026 年该品类收入 13.1、14.0 和 15.0 亿元，同比增长各 6.6%、7.2%和 7.0%，占总收入比重各 86.2%、82.1%和 77.7%。

(2) 儿童基础口腔护理产品：分销发力+新品迭代赋能儿童基础口腔护理板块增长，收入贡献占比稳步提升，该品类产品定价较高，盈利能力较优。我们预计 2024-2026 年该品类收入 1.5、2.1 和 2.7 亿元，同比增长各 42.9%、37.9%和 32.3%，占总收入比重各 9.8%、12.1%和 14.1%。

(3) 口腔医疗与美容护理等产品：公司围绕脱敏、正畸、整形等需求点推出口腔医疗器械产品，全面布局口腔大健康产业，该品类有望成为公司未来产品拓展和收入增长的重要驱动。我们预计 2024-2026 年口腔医疗与美容护理等产品收入 0.4、0.8 和 1.3 亿元，同比增长各 50.0%、80.0%和 70.0%，占总收入比重各 2.8%、4.4%和 6.6%。

(4) 电动口腔护理产品（电动牙刷）：公司旗下品牌先后推出电动口腔产品以满足多元口腔护理需求，通过矩阵扩张和技术人才引进带动板块实现高增长。我们预计 2024-2026 年该品类收入为 0.2、0.2、0.3 亿元，同比增长各 37.5%、35.3%、31.8%，占总收入比重各 1.0%、1.3%、1.5%。

表 16 公司分产品收入预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成人基础口腔护理产品	1026	1188	1229	1310	1404	1502
yoy (%)	8.4	15.8	3.5	6.6	7.2	7.0
占比 (%)	89.8	90.5	89.4	86.2	82.1	77.7
毛利率 (%)	41.0	39.8	43.6	44.4	44.7	44.9
儿童基础口腔护理产品	98	99	105	150	206	273
yoy (%)	33.8	0.3	6.0	42.9	37.9	32.3
占比 (%)	8.6	7.5	7.6	9.8	12.1	14.1
毛利率 (%)	55.0	51.0	50.5	51.6	52.2	52.7
口腔医疗与美容护理等产品	9	19	28	42	75	128
yoy (%)	182.6	112.4	47.6	50.0	80.0	70.0
占比 (%)	0.8	1.4	2.0	2.8	4.4	6.6
毛利率 (%)	36.5	35.1	40.1	41.1	41.9	42.5
电动口腔护理产品	7	5	12	16	21	28
yoy (%)	74.3	-24.5	129.5	37.5	35.3	31.8
占比 (%)	0.6	0.4	0.8	1.0	1.3	1.5
毛利率 (%)	35.2	18.2	45.7	46.2	46.5	46.6
其他业务	2	2	2	2	2	3
yoy (%)	17.5	-6.3	-1.9	5.0	5.0	5.0
占比 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
毛利率 (%)	42.2	33.1	68.3	50.0	50.0	50.0
营业总收入	1143	1313	1376	1520	1709	1934
yoy (%)	11.0	14.9	4.8	10.5	12.5	13.1
毛利率 (%)	42.1	40.5	44.1	45.0	45.5	45.9

资料来源：wind，登康口腔招股书，登康口腔 2023 年报，HTI

毛利率和费用率：预计 2024-2026 年毛利率为 45.0%、45.5%、45.9%，销售费用率各 26.7%、26.5%、26.3%，管理费用率各 4.7%、4.4%、4.2%，研发费用率各 3.1%、3.0%、3.0%。

综上，我们预计 2024-2026 年收入 15.2 亿元、17.1 亿元和 19.3 亿元，同比增长各 10.5%、12.5%、13.1%；归母净利润分别为 1.6 亿元、1.9 亿元和 2.3 亿元，同比增长各 12.0%、20.6%、20.3%。

5.2 估值：合理市值 47.5 亿元，目标价 27.57 元

公司深耕抗敏感牙膏赛道，拥有扎实的渠道壁垒、深厚的品牌口碑和技术积累，奠定行业专家地位。随着公司产品持续推进矩阵扩张，产品升级和全渠道覆盖，有望以差异化定位打开新市场空间，进一步巩固龙头地位。**考虑公司渠道壁垒及成长空间，参考同业给以其 2024 年 30 倍 PE，对应合理市值 47.46 亿元，目标价 27.57 元，首次覆盖给予“优于大市”评级。**

表 17 可比公司估值情况 (倍)

	云南白药	倍加洁	拉芳家化	百亚股份	平均
PE (2024E)	19.8	14.3	18.2	30.8	20.8
PS (2024E)	2.2	1.4	2.3	3.3	2.3

注：所有市值数据均截止 2024 年 9 月 13 日收盘价
资料来源：Wind 一致预期，HTI

6. 风险因素

(1) 研发及新产品开发风险。在新产品研发过程中，尤其是一些涉及创新技术的研究领域，可能出现研发方向与市场需求有差异、研发成果无法实现产业化、甚至研发失败等情况。因此，如果将来公司未能收回新产品的开发、生产及市场培育成本，或因研发周期较长而影响市场拓展先机，可能会对公司的财务状况及整体盈利能力造成不利影响。

(2) 品牌形象维护风险。经过三十多年的培育，公司主要品牌“冷酸灵”已具有较高的知名度和美誉度，受到广大消费者的青睐。如果市场上出现不法厂商仿制、仿冒公司产品进行非法生产销售，或有其他侵犯公司品牌形象的事件发生，公司将存在品牌形象被损害的风险。公司为保护品牌形象而进行的诉讼将产生较高费用，或消费者对公司产品消费意愿下降，对公司盈利产生不利影响。同时，为维护品牌形象，公司每年均在品牌建设方面投入较多资源。若公司未来无法保证品牌建设的持续投入，或无法取得预期效果，则将对公司的品牌影响力产生不利影响，从而导致公司业绩下滑。

(3) 市场竞争风险。中国口腔清洁护理用品行业市场环境成熟，可供消费者选择的品牌和品类数量众多，市场化竞争程度较高。如果公司在品牌建设、核心技术突破、产品力提升、营销模式创新和客户高水平服务等方面不能持续满足市场需求，可能面临市场份额流失、盈利能力下降等风险。在激烈的市场竞争中，公司需持续强化核心技术、品牌推广与营销模式等系统创新，如果主打品牌“冷酸灵”不能持续巩固自身在品牌力、渠道力及抗牙齿敏感技术等方面构筑起的竞争壁垒，将会导致公司在抗敏感细分领域的份额流失，进而对公司核心竞争力和盈利能力造成不利影响。

(4) 销售模式不能适应市场变化的风险。经销模式下，公司借助经销商的网点资源，建立了基本覆盖全国范围的销售网络，提高了公司产品市场渗透率。随着公司业务规模和销售区域的不断扩大，若公司对经销商的管理无法与公司的经营发展相匹配，将对公司在相关地区的销售目标达成造成一定影响。近年来随着科技的进步与发展，电子商务、智能终端和第三方物流的快速发展，消费者网络购物更加便捷，兴趣电商、社区团购、B2B 和 O2O 等新业态不断兴起，越来越多的消费者加入到网络购物的行列中。如果未来市场消费习惯和渠道发展出现重大变化，导致销售模式不能较好的满足市场消费需求，将对公司销售业绩的稳定性及持续性造成不利影响。

公司前身为重庆牙膏厂，于2001年通过股份制改造新设成立。公司集研发、生产和销售于一体的国家级高新技术企业、国家级科改示范企业、国家工业品牌培育示范企业、国家知识产权优势企业、国家级绿色工厂，一致致力于研究、开发适合国人口腔健康的优质口腔护理产品，目前已发展成为中国具有影响力的专业口腔护理企业。公司产品遍布全国，线上线下渠道融合发展，更好地满足消费者从“到店”转向“到店+到家”的购物习惯变化。核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分领域拥有60%左右的市场份额，是中国抗敏感市场的领导品牌。公司实行多品牌、多品类、多品种发展战略，以个性化、差异化的精准品牌定位，发展多层级的品牌矩阵，协同互补，提升品牌市场占有率与多层级用户覆盖率。目前，公司旗下拥有核心品牌“登康”“冷酸灵”，以及高端专业口腔护理品牌“医研”、儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”，形成了成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品等四大产品矩阵，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产品。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
重庆轻纺控股(集团)公司	79.7700
广东温氏投资有限公司	8.1000
重庆本康贰号企业管理合伙企业(有限合伙)	4.9300
重庆本康壹号企业管理合伙企业(有限合伙)	4.8900
重庆百货大楼股份有限公司	2.3100
合 计	100.0000

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	1376	1520	1709	1934
每股收益	0.82	0.92	1.11	1.33	营业成本	769	835	932	1047
每股净资产	8.16	8.35	8.58	8.86	毛利率%	44.1%	45.0%	45.5%	45.9%
每股经营现金流	0.88	1.13	1.35	1.58	营业税金及附加	9	10	11	13
每股股利	0.65	0.73	0.88	1.06	营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	386	406	453	508
P/E	26.93	24.05	19.95	16.58	营业费用率%	28.1%	26.7%	26.5%	26.3%
P/B	2.71	2.65	2.57	2.49	管理费用	67	71	76	82
P/S	2.77	2.50	2.23	1.97	管理费用率%	4.9%	4.7%	4.4%	4.2%
EV/EBITDA	33.28	19.55	16.17	13.37	EBIT	118	180	218	264
股息率%	2.9%	3.3%	4.0%	4.8%	财务费用	-17	-6	-6	-6
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.2%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
毛利率	44.1%	45.0%	45.5%	45.9%	资产减值损失	-3	0	0	0
净利率	10.3%	10.4%	11.2%	11.9%	投资收益	2	8	9	10
净资产收益率	10.1%	11.0%	12.9%	15.0%	营业利润	147	186	224	270
资产回报率	7.6%	8.3%	9.6%	11.0%	营业外收支	13	0	0	0
投资回报率	7.4%	10.6%	12.6%	14.7%	利润总额	161	186	224	270
盈利增长 (%)					EBITDA	130	191	229	275
营业收入增长率	4.8%	10.5%	12.5%	13.1%	所得税	20	28	34	40
EBIT 增长率	-10.2%	52.7%	21.2%	20.8%	有效所得税率%	12.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	5.0%	12.0%	20.6%	20.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	141	158	191	229
资产负债率	24.8%	24.8%	25.8%	26.8%					
流动比率	4.01	3.95	3.77	3.59	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	3.48	3.42	3.19	2.98	货币资金	534	542	561	591
现金比率	1.35	1.32	1.25	1.20	应收账款及应收票据	45	50	57	64
经营效率指标					存货	189	186	207	233
应收账款周转天数	9.68	8.31	8.24	8.22	其它流动资产	815	843	865	888
存货周转天数	90.42	80.76	75.87	75.59	流动资产合计	1584	1621	1690	1775
总资产周转率	0.95	0.80	0.88	0.95	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	10.40	8.14	8.74	9.47	固定资产	182	191	200	208
					在建工程	16	16	16	16
					无形资产	16	16	16	16
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	非流动资产合计	285	292	301	309
净利润	141	158	191	229	资产总计	1869	1913	1991	2084
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
非现金支出	15	11	11	12	应付票据及应付账款	150	162	181	204
非经营收益	-15	-10	-9	-10	预收账款	0	0	1	1
营运资金变动	9	37	38	40	其它流动负债	245	247	267	290
经营活动现金流	151	195	232	271	流动负债合计	395	410	449	494
资产	-44	-20	-20	-20	长期借款	0	0	0	0
投资	-670	0	0	0	其它长期负债	68	64	64	64
其他	-3	-37	-41	-40	非流动负债合计	68	64	64	64
投资活动现金流	-717	-57	-61	-60	负债总计	464	475	513	558
债权募资	0	-2	0	0	实收资本	172	172	172	172
股权募资	841	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1405	1438	1478	1526
其他	-115	-128	-151	-182	少数股东权益	0	0	0	0
融资活动现金流	725	-129	-151	-182	负债和所有者权益合计	1869	1913	1991	2084
现金净流量	160	9	19	29					

备注：(1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 13 日；(2) 以上各表均为简表
资料来源：公司招股书，公司 2023 年报，HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Leading oral care brand with continuous innovation. The company, with an 85-year history, has a core brand 'Leng Suan Ling' holding a 60% market share in the anti-sensitive toothpaste sector from 2021-2023.

1. Strong resilience and efficiency: From 2019-2023, revenue and NPATs grew at a CAGR of 10% and 22%, respectively, outperforming peers. Cost reduction and efficiency improvement in channels, stable profitability, and leading operational efficiency.

2. Mixed-ownership reform: Chongqing State-owned Assets holds 59.8%, with mixed-ownership reform in 2020, introducing strategic investment and core employee stock ownership.

3. Management growth: Core management has extensive grassroots experience, stable and cohesive team.

Industry: Enhanced consumer awareness and market expansion.

1. Increased oral care awareness and price-driven growth: According to Euromonitor, China's per capita oral care expenditure in 2023 was USD 4.9, still lagging behind developed countries like the USA and France. The oral care market CAGR from 2023-2028 is 3.0%, with volume/price growth of 0.6%/2.4%, respectively.

2. Expanded basic categories and innovative products: Whitening, fresh breath, and anti-sensitive toothpastes accounted for 26%, 19%, and 16% of sales in 2023, with anti-sensitive toothpaste growing 8 percentage points faster than basic and all-around care categories. Children's oral care sales CAGR from 2018-2023 was 12%. High-value categories like electric toothbrushes and mouthwash are expected to account for 19% and 4% of the market by 2028.

3. Increased market share of domestic brands: Domestic brands' market share in the top 20 oral care brands increased from 19.1% in 2014 to 30.7% in 2023.

Core Advantages: Strong brand and technical expertise.

1. Solid brand power and youthful marketing: In 1996, the company introduced Ogilvy as a brand manager, with the slogan 'Hot, cold, sour, sweet, eat as you like' becoming well-known. Recent efforts include youthful brand rejuvenation, building a spokesperson matrix, cross-border collaborations, and innovative marketing.

2. Deep technical expertise: Self-developed anti-sensitive technology matrix, with dual anti-sensitive invention patents winning the first prize in China's oral care industry. 18 technology transformations achieved. National invention patent for bioceramic materials, significantly better at combating dentin sensitivity and promoting tooth surface remineralization. Collaborative innovation with domestic and international universities.

Growth Outlook: Product and channel advancement, expanding into oral medical and beauty sectors. The company's product prices are lower than foreign competitors, with a product structure mainly focused on toothpaste.

1. Product innovation targeting mid-to-high-end: Expanding 'anti-sensitive+' for adults, addressing complex oral issues, upgrading technology, and emphasizing clinical endorsements to drive up adult toothpaste prices. Meeting young people's needs with products like 'Polar White' pump toothpaste. Children's category growth driven by precision and professionalism. Developing electric oral care products to create a 'second growth curve.'

2. Comprehensive sales network: Layered and comprehensive sales network, covering KA channels through distribution and direct supply, expanding into lower-tier markets with distributors, leveraging channel resources to cover tens of thousands of retail terminals nationwide. High growth in online categories with significant room for promotional cost improvement. Full-chain digital management to accumulate consumer data assets, aiding product innovation.

3. Expanding into oral medical and beauty sectors: Innovating in desensitization, orthodontics, and cosmetic fields, strengthening underlying R&D with a 'produce one generation, develop one generation, reserve one generation' mechanism, extending into high-end manufacturing and oral medical and beauty services.

Profit Forecast and Valuation: Expected revenue for 2024-2026 is RMB 1.52 billion, RMB 1.71 billion, and RMB 1.93 billion, with YoY growth of 10.5%, 12.5%, and 13.1%. NPATs is expected to be RMB 160 million, RMB 190 million, and RMB 230 million, with YoY growth of 12.0%, 20.6%, and 20.3%. Considering the company's channel barriers and growth potential, a 2024 PE of 30x is given, with a target price of RMB 27.57, and an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Weaker than expected new product development, intensified competition, and sales model adaptation issues.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，李宏科，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Hongke Li, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，汪立亭，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Liting Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，胡佳璐，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Rebecca Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

No Disclosure

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform,

评级分布 Rating Distribution

Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

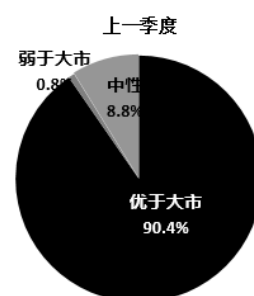
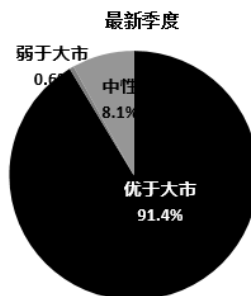
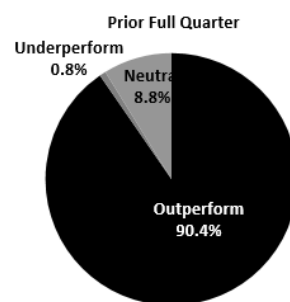
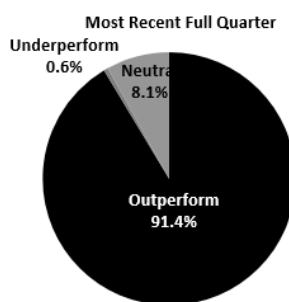
Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.



截至 2024 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.4%	8.1%	0.6%
投资银行客户*	3.1%	4.8%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of June 30, 2024

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	91.4%	8.1%	0.6%
IB clients*	3.1%	4.8%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH), 海通国际于上海的母公司, 也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是, 海通国际使用与海通证券不同的评级系统, 所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程, 并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考, 并不构成对任何个人或机构投资建议, 也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISCL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的

不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息： 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项： 海通国际证券股份有限公司 (“HTISCL”) 负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动 (从事证券交易) 的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) (以下简称“SFO”) 所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项： 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」 (“Major U.S. Institutional Investor”) 和「机构投资者」 (“U.S. Institutional Investors”)。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission (“SEC”) 注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. (“FINRA”) 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相

关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具 (包括 ADR) 可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国 (下称“中国”, 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾) 只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规, 该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定, 在取得中国政府所有的批准或许可之前, 任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 予以实施, 该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") 的规定得到「国际交易商豁免」("International Dealer Exemption") 的交易商, 位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大, 该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点, 任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时, 每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」("Accredited Investor"), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」("Permitted Investor")。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL") 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 ("FAA") 定义的豁免财务顾问, 可 (a) 提供关于证券, 集体投资计划的部分, 交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题, 本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布, 旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法("FIEL"))第 61 (1) 条, 第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布, 本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称"ASIC")公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究, 该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制, 该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India ("SEBI") 监管的 Haitong Securities India Private Limited ("HTSIPL") 所发布, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited ("BSE") 和 National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"请注意, SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证"。

本项研究仅供收件人使用, 未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons.

Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Dencare (Chongqing) Oral Care - 001328 CH

