

商贸零售行业双周报（23年第14周）

登康口腔招股书梳理：从“冷酸灵”品牌看口腔护理市场发展

超配

核心观点

登康口腔即将登陆深交所主板上市。登康口腔主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，旗下拥有口腔护理知名品牌“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”。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。公司营业收入从2019年的9.44亿元稳健增加至2022年13.13亿元，CAGR达11.63%；归母净利润在2022年达1.35亿元，相对于2019年实现翻倍增长，盈利能力稳步增强。

公司概况：分品类看，公司坚持成人基础口腔、儿童基础口腔、电动口腔护理和口腔医疗与美容护理四大产品矩阵，其中成人基础口腔护理为主要收入来源，2019年以来占比均在90%以上；分渠道看，公司目前以经销模式、直供模式与电商模式为主，受益于公司积极开拓电商业务，电商模式收入占比已由2019年6.10%增加到2021年的13.17%。公司整体盈利水平和费用率管控良好，2022年净利率达10.25%。公司上市募集资金将主要针对产品研发升级、渠道营销等多方面，进一步提升公司在口腔护理行业中的竞争地位。

行业概况：国内口腔清洁护理用品行业规模近年来持续稳定增长，2017-2021年CAGR为7.65%。其中牙膏、牙刷是口腔清洁护理市场的主要品类，2021年分别占比59.72%、33.87%。具体到牙膏市场来看，目前牙膏市场竞争格局基本稳定，且相对集中，2021年全渠道计前十厂商市场份额合计达75%，同时近年来疫情影响下本土品牌表现出比外资品牌更强的抗风险能力，云南白药、登康口腔等本土头部企业的市占率仍在稳步提升。

投资建议：维持板块“超配”评级。随着当前居民生活回归正常，整体消费积极向好趋势明显，但目前各板块股价均有一定预期反映，所以业绩兑现能力成为下一阶段关注重点，优质龙头仍将通过内生优势释放以及外延扩张，驱动行情不断演绎。1）黄金珠宝：板块整体数据表现优异，金价稳步上行将刺激消费需求加速释放，绝对估值横向比较仍有修复空间，关注未来仍具备较大扩张空间，以及较强品类布局能力的优质标的。推荐：潮宏基、老凤祥、周大福等。2）化妆品：即将进入二季度低基数以及品牌推新密集期，前期调整后部分标的估值吸引力将显现。推荐：鲁商发展、华熙生物、贝泰妮、珀莱雅等。3）医美：客流恢复良好且长期景气度高，下游机构在客流加速修复下业绩弹性较强，上游产品方关注新兴品类入局机会。推荐：爱美客、医思健康、巨子生物。4）主题机会：AIGC技术在电商运营中应用逐步得到重视，关注积累了丰富用户数据和具备内容增值服务能力的代运营和跨境电商公司。推荐：壹网壹创、华凯易佰、安克创新等。

风险提示：疫情反复；新品推广不及预期；渠道拓展不及预期

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
1929.HK	周大福	买入	15.20	106	0.64	0.79	23.75	19.24
300896.SZ	爱美客	买入	520.18	1125	5.84	8.57	89.07	60.70
600612.SH	老凤祥	买入	53.21	216	3.61	4.17	14.74	12.76
600223.SH	鲁商发展	买入	10.39	108	0.04	0.38	282.72	27.17

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

美容护理

超配·维持评级

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《商贸零售行业双周报（22年第51周）-上美股份招股书梳理：积极践行多品牌战略的国货美妆龙头》——2022-12-23
《胶原蛋白系列专题一：胶原蛋白材料风起，应用场景不断开拓》——2022-11-08
《商贸零售行业双周报（22年第38周）-中秋消费数据相对平淡，敷尔佳上市顺利过会》——2022-09-14
《海外化妆品企业运营观察-国际美妆集团表现分化，产品渠道双发力夯实龙头壁垒》——2022-08-23
《商贸零售行业双周报（22年05期）-巨子生物招股书梳理：重组胶原蛋白护肤品龙头》——2022-05-09

内容目录

公司概况及主要财务数据	4
历史沿革：深耕口腔清洁护理用品行业	4
商业模式：业务模式成熟，全域全渠道满足消费者个性化需求	5
股权结构：重庆市国资委为公司实际控制人	5
公司营收及结构拆分	7
公司主要财务数据	8
募投项目计划	9
行业概况	9
行业现状：口腔护理行业规模实现快速增长，新品类发展迅速	9
行业竞争格局：竞争格局基本稳定，本土品牌优势显著	11
近期行业数据跟踪	11
社零数据：1-2 月社零同比增长 3.5%	11
投资建议	13
免责声明	14

图表目录

图 1: 登康口腔发展历史沿革	4
图 2: 公司销售模式	5
图 3: 公司股权结构	6
图 4: 公司营收及其增速 (亿元、%)	7
图 5: 公司归母净利润及其增速 (亿元、%)	7
图 6: 公司营收按品类拆分 (亿元)	7
图 7: 公司营收按渠道拆分 (亿元)	7
图 8: 公司营收按区域拆分 (亿元)	8
图 9: 公司经销商区域分布情况 (单位: 家)	8
图 10: 公司毛利率及净利率	8
图 11: 公司费用率情况	8
图 12: 公司存货及应收账款周转天数	9
图 13: 公司现金流情况	9
图 14: 2017-2021 年中国口腔清洁护理用品市场规模及增速	10
图 15: 2019-2021 年我国牙膏线下市场按功效占比	10
图 16: 2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比情况	10
图 17: 社会消费品零售总额同比变化趋势 (%)	12
图 18: 实物商品网上零售额累计同比及占社零比重 (%)	12
图 19: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)	12
图 20: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)	12
图 21: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)	12
图 22: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)	13
图 23: 限额以上单位商品零售: 耐用品类当月同比情况 (%)	13
表 1: 公司部分董事会成员及核心成员履历	6
表 2: 公司主要募投计划方向	9
表 3: 牙膏行业主要市场参与者	11
表 4: 重点公司盈利预测及估值	13

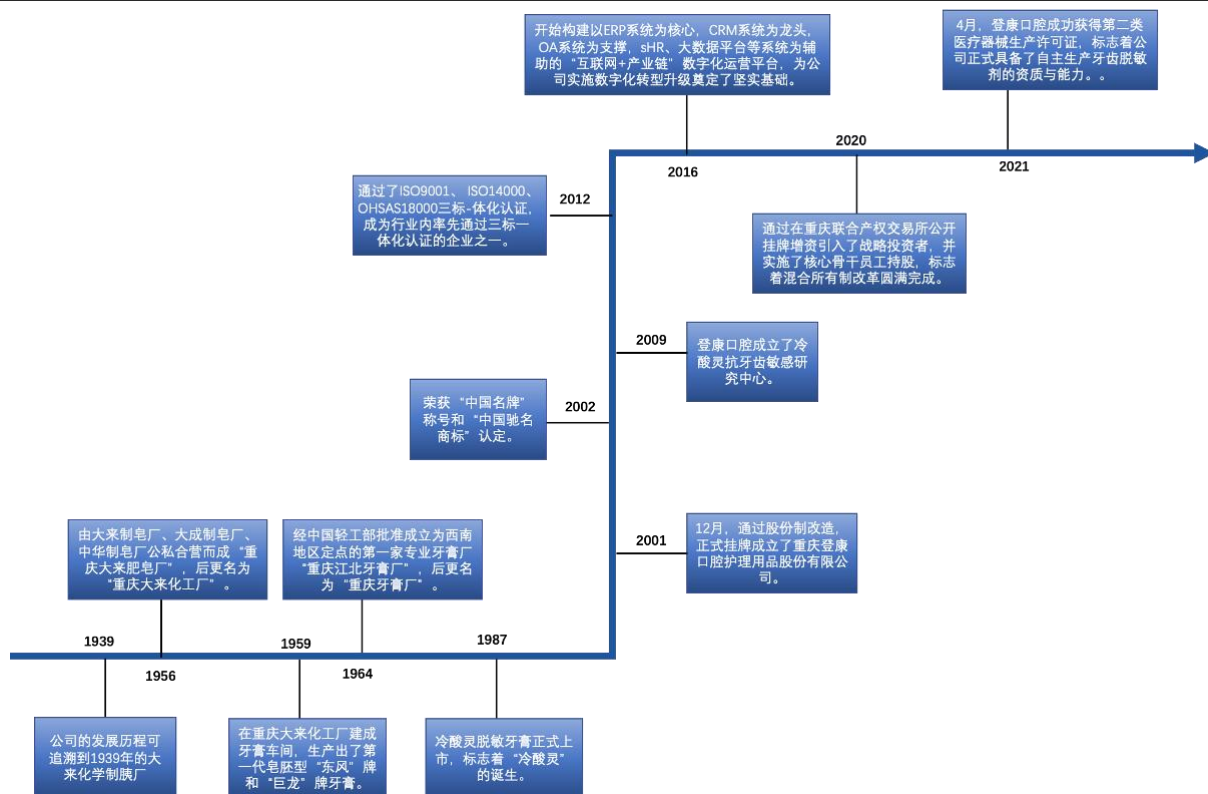
公司概况及主要财务数据

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，是中国具有影响力的专业口腔护理企业。作为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，重庆老字号企业，公司一直致力于研究、开发适合国人口腔健康的优质口腔护理产品。公司旗下拥有口腔护理知名品牌“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”。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。

历史沿革：深耕口腔清洁护理用品行业

公司的发展历程可追溯到 1939 年的大来化学制胰厂。1964 年经中国轻工部批准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”，后更名为“重庆牙膏厂”。1987 年，冷酸灵脱敏牙膏正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生；2001 年 12 月，通过股份制改造，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司。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；2020 年登康口腔混合所有制改革圆满完成；2021 年 4 月，登康口腔成功获得第二类医疗器械生产许可证，标志着公司正式具备了自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力。

图1：登康口腔发展历史沿革



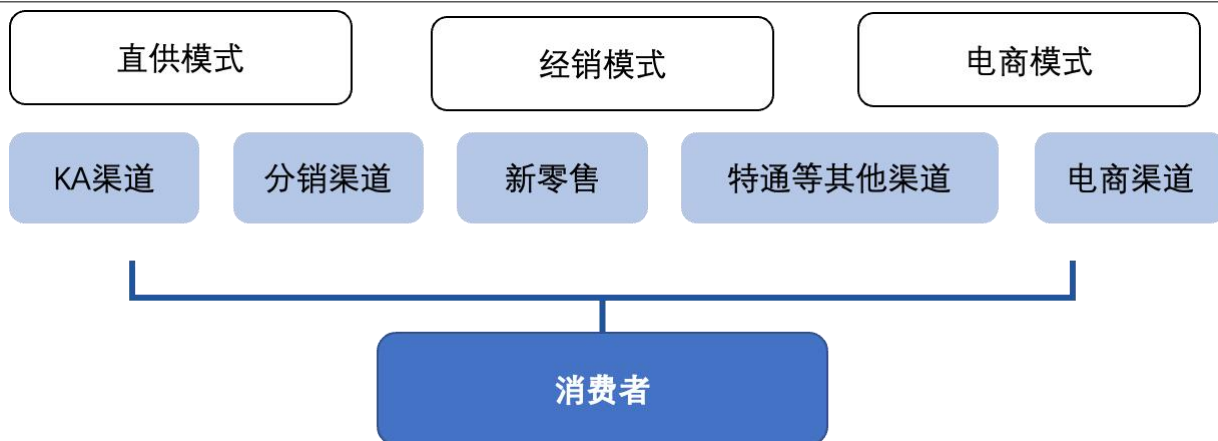
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

商业模式：业务模式成熟，全域全渠道满足消费者个性化需求

生产模式方面，公司采用自主生产为主、委托加工为辅的生产模式。自主生产模式下，公司独立完成产品的配方研制以及外包装设计，按照工艺技术要求和质量标准，采购原、辅材料，依靠自有设备和人员组织生产，完成产品生产。在委托生产模式下，牙刷、电动牙刷等其他口腔清洁护理用品生产相关原材料主要由受托生产企业负责采购。公司通过全流程信息化系统管理，执行统一的质量标准，保证公司委托生产产品质量的一致性。

销售渠道方面，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。其中：采用经销模式覆盖的终端渠道有部分 KA 渠道（包括连锁大卖场及连锁商超渠道）、分销渠道（包括中小型超市、社区店、日杂店等）、新零售以及特通渠道（包括母婴店等）；采用直供模式覆盖部分 KA 渠道及团购客户；采用电商模式实现了电商渠道及平台的快速拓展。报告期内，经销模式是公司收入的主要来源。

图2：公司销售模式

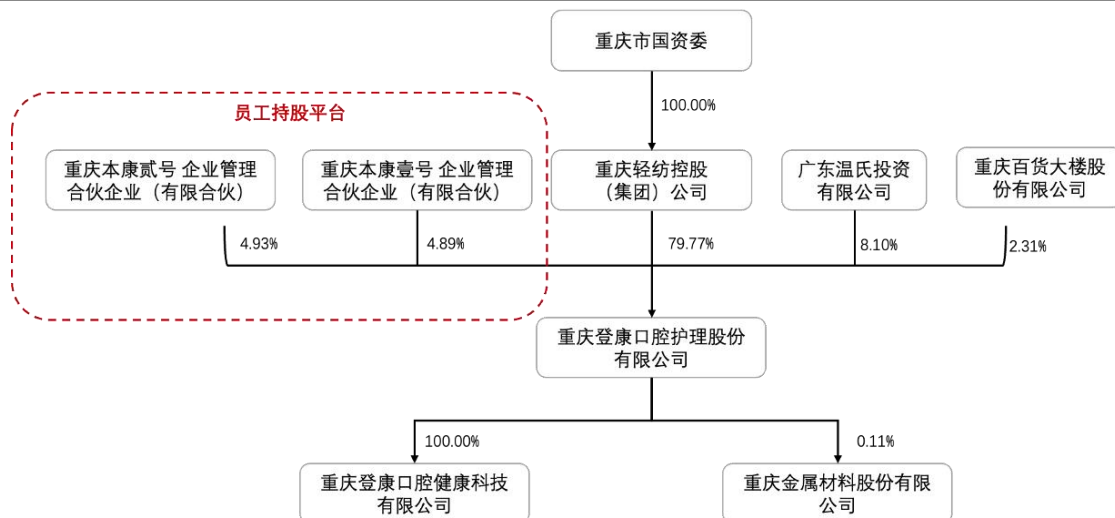


资料来源：登康口腔招股书、国信证券经济研究所整理

股权结构：重庆市国资委为公司实际控制人

截至本招股说明书签署日，轻纺集团直接持有公司 10,301.23 万股股份，占公司本次发行前总股本的 79.77%，为公司的控股股东；重庆市国资委通过 100% 控制轻纺集团间接控制公司，为公司的实际控制人。

图3：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

管理层经验丰富：公司管理层及核心人员大多于登康口腔任职多年，一路伴随公司成长，其中董事长邓总在口腔行业内有着近 40 年的从业经验，对行业发展趋势有独到的见解和洞察力，在企业战略制定方面始终能够把握行业发展趋势。公司其他核心管理团队在营销、研发、生产制造等多个领域拥有丰富经验，为公司平均服务年限超过 20 年。

表1：公司部分董事会成员及核心成员履历

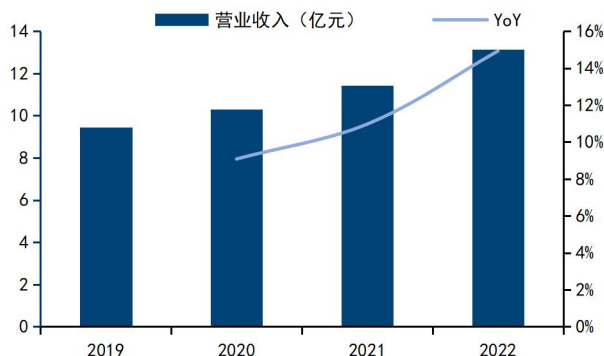
姓名	职务	履历
邓嵘	董事长	1984 年加入登康口腔前身“重庆牙膏厂”，1984 年 12 月至 2001 年 12 月历任制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长、党委委员；2001 年 12 月至 2005 年 4 月，历任登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席；2005 年 4 月至 2007 年 5 月，任登康口腔党委委员、副总经理；2007 年 5 月至 2012 年 8 月，任登康口腔党委委员、总经理；2012 年 8 月至 2016 年 12 月，任登康口腔党委书记、董事长、总经理；2016 年 12 月至今，任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	董事、总经理	1996 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 2016 年 12 月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2016 年 12 月至 2018 年 9 月，任登康口腔党委委员、董事、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	2002 年 6 月至 2016 年 9 月，历任登康口腔财务部科员、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；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 6 月，任登康口腔党委委员、财务总监、董事会秘书；2018 年 6 月至 2018 年 11 月，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、董事会秘书；2018 年 11 月至 2021 年 11 月，任登康口腔党委委员、董事、财务总监；2021 年 11 月至今，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、工会主席。
许杰	董事	西南政法大学法律硕士，加入本公司前，曾任重庆万诚律师事务所高级合伙人、北京盈科（重庆）律师事务所高级合伙人；2022 年 1 月至今，任轻纺集团总法律顾问；2022 年 3 月至今，任登康口腔董事。
毛靖	监事会主席	加入公司前，历任重庆长江轮船公司三副、人力资源部干事、总经理办公室秘书、人力资源主管；2007 年 2 月至 2022 年 12 月，历任重庆轻纺控股（集团）公司人力资源部业务主管、人力资源部副部长、纪检监察室主任、纪委副书记、工会副主席、职工董事、人力资源部部长、离管办主任、机关总支书记、机关工会主席等职务；2022 年 10 月至今，任重庆轻纺资产管理有限公司党委书记、董事长；2018 年 6 月至今，任登康口腔监事会主席。
邓全富	副总经理	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、销售部副部长、总经理助理、党委委员；2018 年 11 月至 2019 年 6 月，任登康口腔党委委员、副总经理；2019 年 6 月至 2020 年 2 月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2020 年 2 月至今，任登康口腔党委委员、副总经理。
杨祥思	董事会秘书	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：公司招股书、国信证券经济研究所整理

公司营收及结构拆分

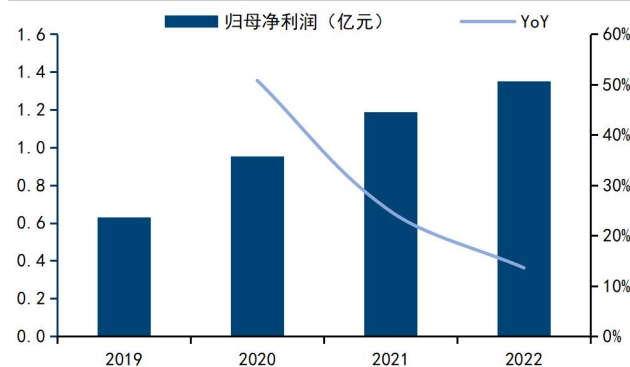
公司营业收入稳健增加,从 2019 年的 9.44 亿元,增加至 2022 年 13.13 亿元,CAGR 达 11.63%;归母净利润 2019-2022 年分别为 0.63/0.95/1.19/1.35 亿元,随着收入规模的增长,公司利润规模稳步提升。

图4: 公司营收及其增速 (亿元、%)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图5: 公司归母净利润及其增速 (亿元、%)

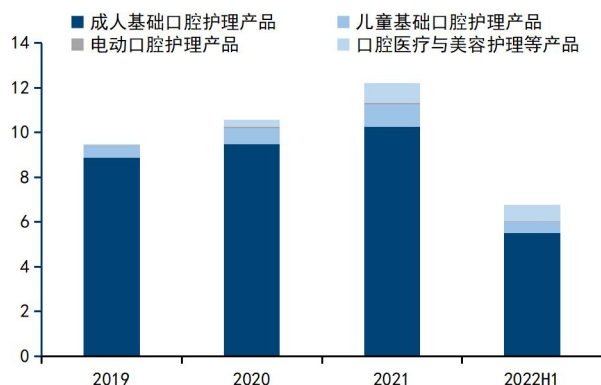


资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

分品类: 公司主营业务收入来源于成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品和口腔医疗与美容护理四大系列矩阵。其中成人基础口腔护理为公司主要收入来源,2019 年以来占比均保持在 90%以上;另一方面,儿童基础口腔护理产品逐渐发力,占比逐渐提高,已经从 2019 年的 5.64%提升到 2022H1 的 8.00%,未来发展可期。

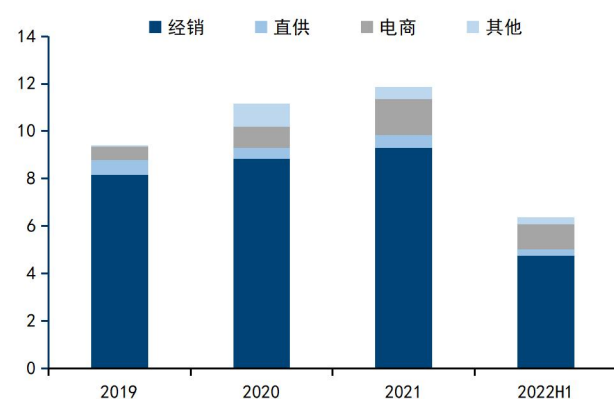
分渠道: 公司目前构建了以经销模式、直供模式与电商模式为主的销售模式,其中经销模式是公司收入的主要来源,自 2019 年以来占比逐渐下滑但仍均在 75%以上,主要原因系报告期内公司积极开拓电商业务,电商模式收入快速增长所致。随着消费者购物习惯发生改变,由线下转为线上消费的趋势加速,公司直供模式收入占比有所下降,从 2019 年的 6.68%下降到 2022H1 的 4.48%。电商销售收入占比则持续上升,由 2019 年 6.10%增加到 2022H1 的 17.32%。

图6: 公司营收按品类拆分 (亿元)



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图7: 公司营收按渠道拆分 (亿元)

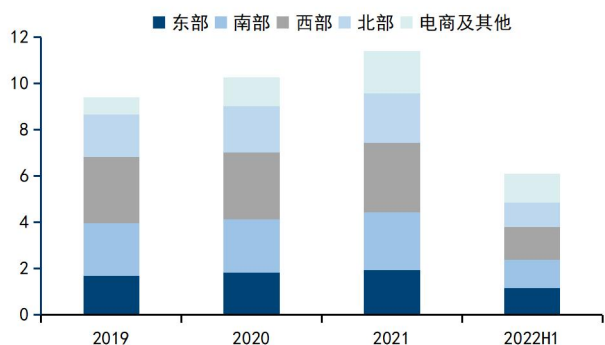


资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

分区域: 公司根据地域将全国划分为东南西北四个大区,公司销售收入在各大区域间的分布基本均衡,来源于西部地区和南部地区的收入占比相对较高,这与登

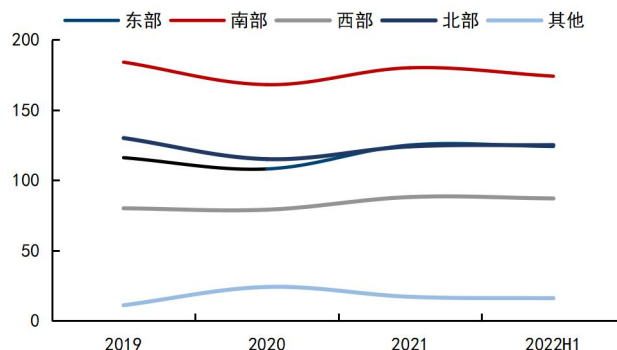
康口腔发源于西南地区存在一定的关系。在经销商数量分布上，报告期内公司南部地区的经销商数量占比相对较高，西部地区经销商数量占比相对较低，截止2022H1，东部地区有124家，南部地区有174家，西部地区有87家，北部地区有125家。

图8：公司营收按区域拆分（亿元）



资料来源：登康口腔招股说明书、国信证券经济研究所整理

图9：公司经销商区域分布情况（单位：家）



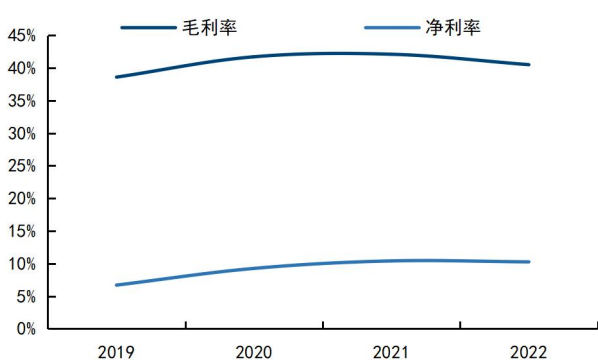
资料来源：登康口腔招股说明书、国信证券经济研究所整理

公司主要财务数据

盈利能力方面，考虑新收入准则的影响（将运输仓储费用作为合同履约成本计入营业成本），公司2019-2022年综合毛利率分别为38.59%/41.71%/42.10%/40.50%，2022年由于疫情影响有所下滑，但净利率整体仍维持较高水平，2022年公司净利率达10.25%。

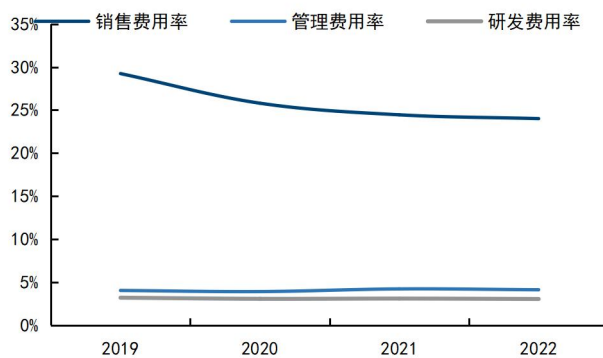
费用率方面，2019-2022年销售费用率为29.24%/25.80%/24.45%/24.01%，管理费用率为4.05%/3.92%/4.23%/4.13%，研发费用率为3.21%/3.08%/3.11%/3.06%，整体费用率管控较为良好。

图10：公司毛利率及净利率



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图11：公司费用率情况

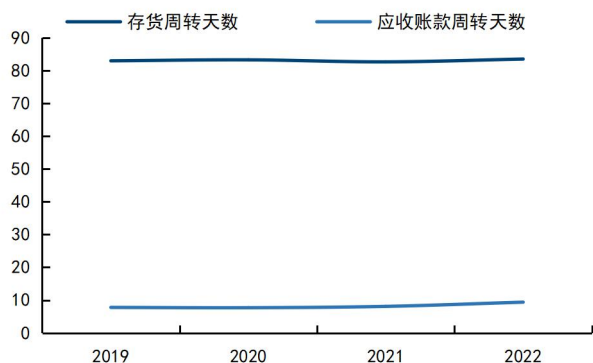


资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

营运及现金流方面，自2019年以来公司营运能力十分稳定，2022年存货周转天数和应收账款周转天数分别为84天、10天，同比均只有1天的上升。

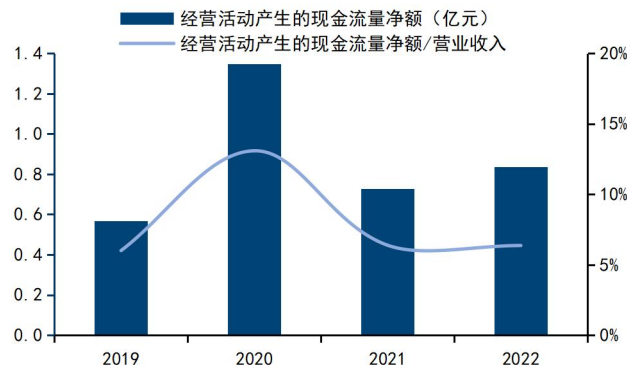
现金流方面，公司2019-2022年经营性现金流净额分别为0.57/1.35/0.73/0.84亿元，整体较为稳定主要随公司收入水平变化而变化，2021年下滑主要是公司增加公司促销费用、存货等支出较多。

图12：公司存货及应收账款周转天数



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图13：公司现金流情况



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

募投项目计划

公司上市募投项目投产后，主要将进一步提升公司在国内口腔清洁护理用品行业中的竞争地位。首先，通过智能制造升级建设项目和口腔健康研究中心建设项目提高公司技术创新能力，进而带动产品研发、生产制造水平的进步；其次，通过开展全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目，将有助于公司进一步提升品牌知名度，实现营销网络升级优化，提升公司获客能力，不断扩大市场占有率；最后，数字化管理平台建设项目将助力公司数字化转型，进一步提升公司整体运营能力和管理水平，培育登康口腔发展新动能，助推公司高质量发展。

表2：公司主要募投计划方向

项目名称	项目投资额（万元）	项目目的
智能制造升级建设项目	22,390.76	搭建智能制造信息化管理系统，同时新建智能立体仓库以提高物流周转能力和供应链运行效率。
全渠道营销网络升级及品牌推广建设项目	37,658.80	主要用于全渠道营销网络升级及品牌推广建设，其中 39.56%用于渠道升级建设，60.44%用于品牌推广。
口腔健康研究中心建设项目	3,638.66	提升公司口腔健康研究装备水平，持续增强口腔护理产品研究能力。
数字化管理平台建设项目	3,631.30	提升公司的数字化运营管理能力，加快企业对市场的反应速度，优化公司资源配置，建立科学决策体系。

资料来源：登康口腔招股说明书、国信证券经济研究所整理

行业概况

行业现状：口腔护理行业规模实现快速增长，新品类发展迅速

国内口腔清洁护理用品行业规模持续稳定增长，根据欧睿数据，2017-2021 年我国口腔清洁护理用品行业市场规模呈逐年上升趋势，CAGR 为 7.65%。2021 年我国口腔清洁护理用品行业市场规模为 521.73 亿元，较 2020 年同比增长 4.56%。

分品类来看：牙膏、牙刷是口腔清洁护理市场的主要品类。2021 年，牙膏占我国口腔清洁护理用品行业市场规模的比重为 59.72%，牙刷（含电动牙刷）占我国口腔清洁护理用品行业市场规模的比重为 33.87%，漱口水/漱口液、牙线等细分品

类占我国口腔清洁护理用品行业市场规模的比重为 4.80%和 1.06%。

口腔清洁护理市场新品类发展迅速。根据欧睿数据，2017-2021 年漱口水/漱口液的市场规模 CAGR 高达 45.69%，领涨口腔品类。而电动牙刷市场规模也凭借 2017-2021 年 CAGR27.27%的快速增长，2021 年已达到 90.15 亿元。我国口腔清洁护理用品在市场多样化、个性化、智能化发展上呈现出良好的成长潜力。

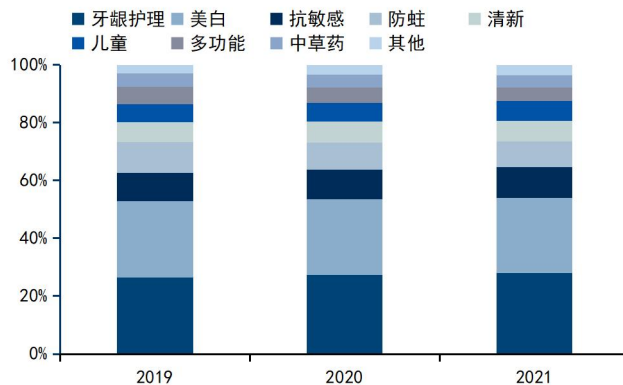
分功效来看，牙龈护理、美白和抗敏感类牙膏仍是消费者购买的主要品类，2021 年线下市场份额占比分别为 28.00%、25.94%和 10.65%。2019 年至 2021 年间，美白类牙膏市场份额持续萎缩，牙龈护理、抗敏感和儿童等强功效、高溢价的功能品类持续提升。

图 14：2017-2021 年中国口腔清洁护理用品市场规模及增速



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

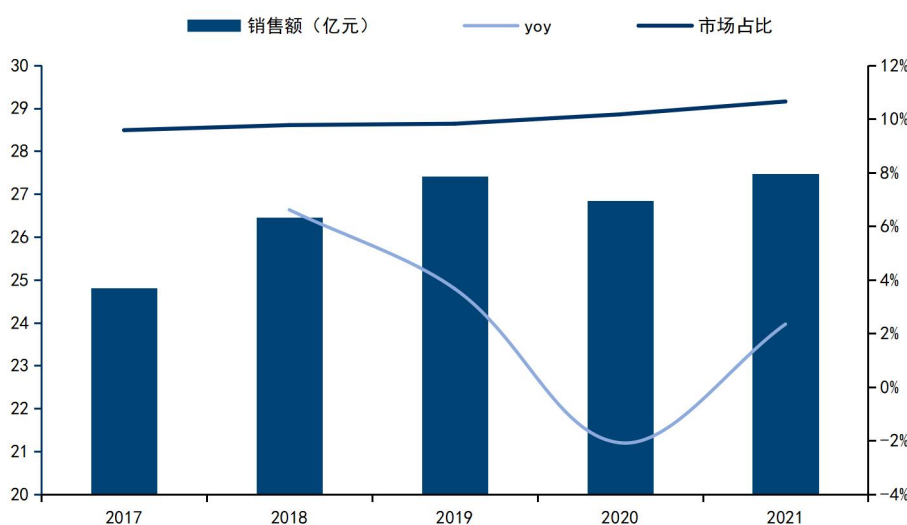
图 15：2019-2021 年我国牙膏线下市场按功效占比



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

抗敏感类牙膏规模持续提升。尼尔森零售研究数据显示，2021 年我国线下渠道抗敏感牙膏的市场零售规模达 27.48 亿元，同比增长 2.35%，成为牙膏品类中第三大线下细分市场，市场份额占比达到 10.65%。

图 16：2017-2021 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比情况



资料来源：登康口腔招股说明书、国信证券经济研究所整理

行业竞争格局：竞争格局基本稳定，本土品牌优势显著

我国口腔清洁护理用品行业经过三十多年来充分的市场竞争后，口腔行业竞争格局基本稳定，市场的主要份额集中于行业大型领导品牌。根据中国口腔清洁护理用品工业协会公开数据，2021 年全国牙膏生产企业全年产量超过 67.17 万吨，前十名企业生产总量为 49.33 万吨，占比 73.44%，市场集中度较高。

从细分品类来看：

牙膏头部效应显著，根据尼尔森零售研究数据，我国牙膏品类市场相对集中，2021 年牙膏产品按全渠道零售额计，前十厂商市场份额合计达 75%，头部企业市场规模更加突出且展现了良好的市场品牌效应。其中，云南白药、登康口腔等本土头部企业增速远超外资头部企业。

本土品牌表现出比外资品牌更强的抗风险能力。2021 年牙膏市场整体销售规模为 339.80 亿元，相比 2020 年增长 0.86%。受竞争加剧叠加疫情因素影响，部分外资/合资品牌连续两年线下渠道市场份额持续下滑，云南白药、冷酸灵（登康口腔）等本土品牌通过产品结构的持续升级、渠道运作的持续精耕、风险应对的快速响应等，持续提升市场份额。

表3：牙膏行业主要市场参与者

公司	品牌	简要介绍	2021 年线下渠道销售占比
云南白药	云南白药	成立于 1993 年，是我国知名中成药生产企业，云南白药牙膏占据我国牙膏行业市场份额第一	23.86%
好来化工	DARLIE	成立于 1995 年，为外资投资企业，主要从事口腔清洁护理用品的生产和销售	20.10%
宝洁	佳洁士	美国日用消费品公司，其中旗下“佳洁士”主打防蛀功能	8.84%
登康口腔	冷酸灵	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	6.83%
高露洁棕榄	高露洁	美国日用消费品公司。进入中国市场后陆续推出“高露洁”牙膏、牙刷、漱口水等产品	5.64%
薇美姿	舒客	成立于 2014 年，旗下拥有口腔清洁护理品牌舒客（Saky）和舒客宝贝	4.88%
联合利华	中华	欧洲消费品公司，1994 年成立了上海联合利华有限公司，正式进入中国市场，并取得了中华牙膏的品牌经营权	4.06%
葛兰素史克	舒适达	总部位于英国布伦特福德，是一家药品及保健品生产企业。旗下牙膏品牌舒适达于 2008 年正式进入中国市场	2.78%

资料来源：登康口腔招股说明书、国信证券经济研究所整理

牙刷行业集中度相对较低，竞争更为激烈。牙刷前十大品牌总体份额占比在 45% 左右，根据尼尔森零售研究数据统计，2021 年牙刷零售市场规模 96.60 亿元，其中，线下市场在销量下滑减缓和均价上涨的共同带动下，销售降幅有所收窄，线上市场受疫情及消费习惯影响，销售规模及市场份额占比持续提升。

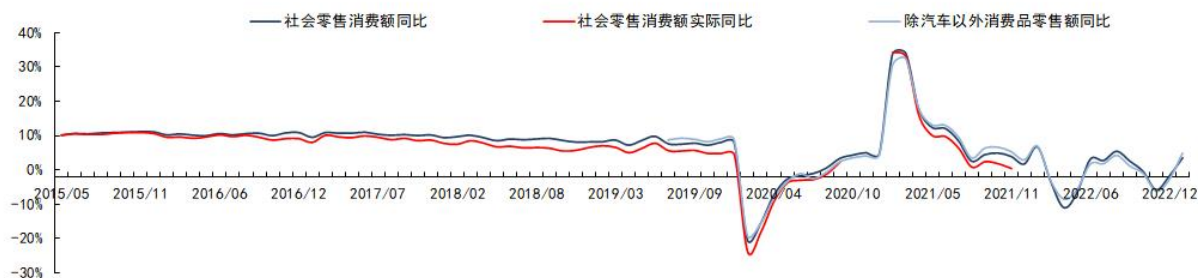
儿童口腔清洁护理市场规模持续增长，近三年销售额增速在细分市场稳居前二，增长趋势良好。根据尼尔森零售研究数据，2021 年儿童品类产品线下渠道零售额市场规模为 25.94 亿元，其中前五大牙膏品牌企业的市场份额总占为 51.10%。

近期行业数据跟踪

社零数据：1-2 月社零同比增长 3.5%

2023 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。按消费类型分，商品零售 68638 亿元，同比增长 2.9%；餐饮收入 8429 亿元，增长 9.2%。

图17：社会消费品零售总额同比变化趋势（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

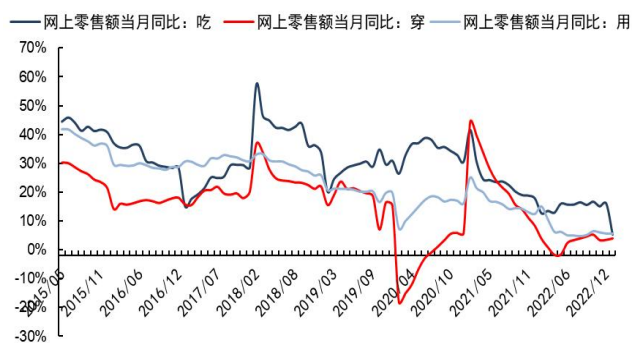
1-2 月份，全国网上零售额 20544 亿元，同比增长 6.2%。其中，实物商品网上零售额 17476 亿元，增长 5.3%，占社会消费品零售总额的比重为 22.7%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 5.3%、4.0%、5.7%。

图18：实物商品网上零售额累计同比及占社零比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

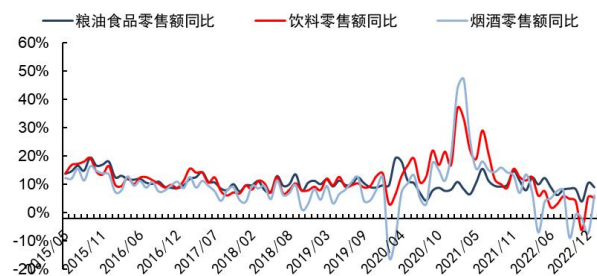
图19：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

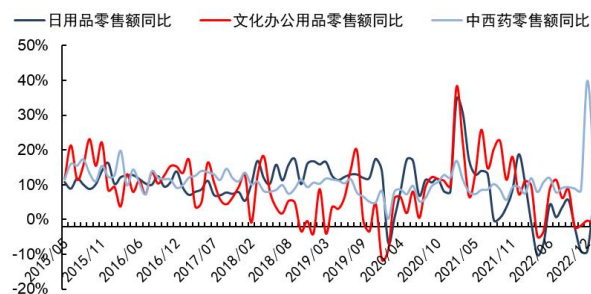
分品类来看，必选和可选消费均稳健复苏。其中中西药品 1-2 月同比+5.9%，服装 1-2 月同比+5.4%，化妆品 1-2 月同比+3.8%。

图20：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



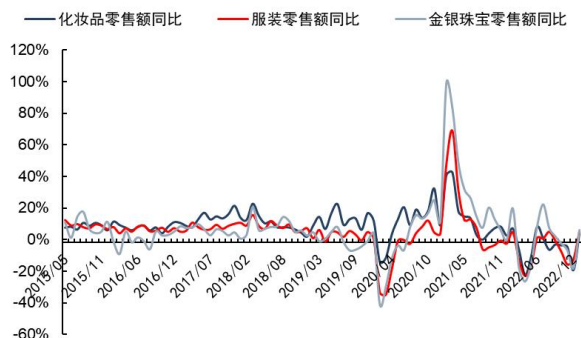
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图21：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



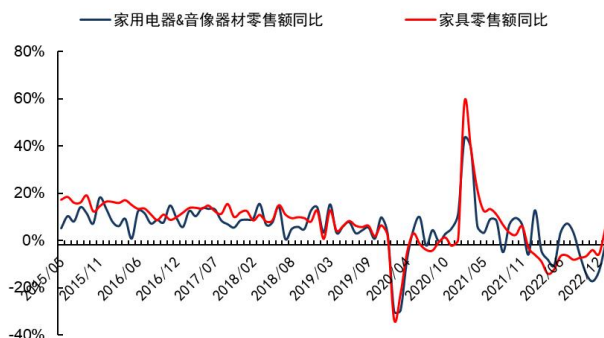
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图22: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况(%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图23: 限额以上单位商品零售: 耐用品类当月同比情况(%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

投资建议

维持板块“超配”评级。随着当前居民生活回归正常, 整体消费积极向好趋势明显, 但目前各板块股价均有一定预期反映, 所以业绩兑现能力成为下一阶段关注重点, 具备较强经营韧性和成长性的优质标的, 将通过内生优势释放以及外延扩张, 驱动行情不断演绎。1) 黄金珠宝: 板块整体数据表现优异, 金价稳步上行将刺激消费需求加速释放, 绝对估值横向比较仍有修复空间, 关注未来仍具备较大扩张空间, 以及较强品类布局能力的优质标的。推荐: 潮宏基、老凤祥、周大福等。2) 化妆品: 即将进入二季度低基数以及品牌推新密集期, 前期调整后部分标的估值吸引力将显现。推荐: 鲁商发展、华熙生物、贝泰妮等。3) 医美: 客流恢复良好且长期景气度高, 下游机构在客流加速修复下业绩弹性较强, 上游产品方关注新兴品类入局机会。推荐: 爱美客、医思健康、巨子生物。4) 主题机会: AIGC技术在电商运营商中应用逐步得到重视, 关注积累了丰富用户数据和具备内容增值服务能力的代运营和跨境电商公司。推荐: 壹网壹创、华凯易佰、安克创新等。

表4: 重点公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2023/3/24	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023/3/24
600223.SH	鲁商发展	买入	10.39	0.36	0.04	0.38	36.95	282.72	27.17	106
688363.SH	华熙生物	增持	110.03	1.63	2.02	2.70	95.28	54.47	40.75	529
603605.SH	珀莱雅	买入	177.36	2.87	2.78	3.49	72.68	63.72	50.83	503
300896.SZ	爱美客	买入	520.18	4.43	5.84	8.57	121.1	89.07	60.70	1125
1929.HK	周大福	买入	15.20	0.67	0.64	0.79	21.24	23.75	19.24	1520
600612.SH	老凤祥	买入	53.21	3.59	3.61	4.17	10.37	14.74	12.76	216

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032