

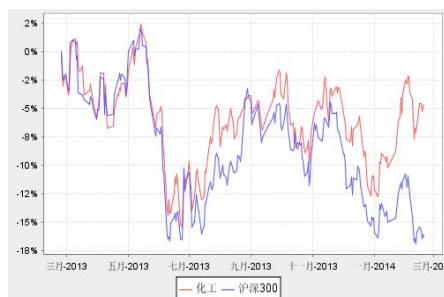
中国日化行业的死与生（三）

牙膏江湖战

基本状况

上市公司数	5
行业总市值(百万元)	401521.72
行业流通市值(百万元)	264500.96

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2013A	2014E	2015E
云南白药	股价(元)	85.99	85.99	85.99
	摊薄每股收益(元)	3.34	3.53	4.37
	总股本(亿股)	6.94	6.94	6.94
	总市值(亿元)	597	597	597
两面针	股价(元)	4.9	4.9	4.9
	摊薄每股收益(元)	0.02	0.07	0.15
	总股本(亿股)	4.5	4.5	4.5
	总市值(亿元)	22	22	22
	股价(元)			
	摊薄每股收益(元)			
	总股本(亿股)			
	总市值(亿元)			

备注：重点公司排列顺序为：本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 口腔护理用品是日化行业第三大品类。2012 年销售额 232 亿元，市场规模仅次于护肤品和头发护理。其中牙膏是口腔护理用品第一大品类，销售额占比约为 77%。2012 年牙膏市场销售额 178 亿元，预计 2017 年牙膏市场销售额将突破 245 亿元。超市是口腔护理用品最主要的销售渠道，贡献 59% 销售额。
- 目前牙膏品牌形成三个梯队。第一梯队由前五大品牌佳洁士、黑人、高露洁、云南白药和中华组成，占据 68% 市场份额，并且 CR5 市场份额还在继续提升。第二梯队由安利丽齿健、重庆冷酸灵、LG 竹盐、纳爱斯组成，各品牌市场份额约为 3-4%。前两大梯队占据 81% 市场份额，剩余不到 20% 市场份额由众多小品牌所占据，中美史克舒适达、广州立白六必治、美晨黑妹、广州薇美姿舒客、柳州两面针等，市场份额大多在 2% 以下。
- 云南白药是牙膏 CR5 中唯一的本土品牌。在 2005 年进入市场之初时，由于不熟悉日化市场，云南白药在沃尔玛收到产品下架、拒绝采购的警告。公司积极调整产品定位（从单一“牙龈出血”到全面解决“牙龈出血、牙龈肿痛、口腔溃疡”三大口腔问题）和营销策略（聚焦商超、梯度布局全国），综合运用平面媒体、电视广告和终端促销各种营销手段，通过持续数年的营销大战获得市场认可，创造了 8 年时间里从 0 到 20 亿（含税）销售奇迹。2012 年云南白药牙膏市场份额 10%，预计未来云南白药牙膏市场份额有望达到 13-15%，行业排名第三，销售额 35-50 亿（含税）。
- 舒客是近年本土牙膏品牌的一匹黑马。通过错开定价、做全产品线、强化终端等一系列营销策略，6 年时间里终端零售额突破 10 亿元。2011 年舒客再次获得风险投资，进一步补充资本实力，开始在央视《星光大道》、《我要上春晚》等强势综艺节目和地方电视台播出广告，从原有单一的地面营销转向投放广告“空中拉动”，标志着品牌从草创阶段向成熟阶段跨越。2012 年舒客完成专营店渠道团队建设，2013 年底专营店网点达到 5000 家。

- **启示录：牙膏行业是金矿，值得掘金牙膏看似一个“小行业”，但牛股辈出。**海外口腔护理巨头高露洁市值 580 亿美元，利润率长期保持在 12%-15%，市盈率中轴长期保持 25 倍左右。
- **本土企业如何做？**未来我们认为不同的本土企业在口腔护理领域发展有不同的方法与策略。但在经营上通过提升产品专业化水平的同时推动渠道的区域扩张，从单一细分品类、区域渠道向全市场、全品类递进则是本土口腔护理龙头企业取得成功的不二法则。这方面云南白药采用单一牙膏向细分领域（如中药去烟渍、牙刷等）扩展。而不具备白药禀赋的舒客，则通过大规模拓展非牙膏、牙刷等行业非牙膏品类（漱口水、牙线）树立专业口腔护理形象，实现品牌区隔，突围。
- **云南白药的成功是“品牌、团队、资金”三者完美结合的成功。**云南白药止血消炎品牌影响力在牙膏上具有天然的定位优势，公司拥有多年 OTC 市场操作经验，管理机制优良，营销能力突出，资金实力雄厚，能支撑高额费用投入，云南白药的成功很难复制。舒客的成功来自于领导者多年终端白刃战积累的能力，通过超强的终端执行力，人海战术杀开一条血路。虽然舒客拥有超强的终端运作能力，但由于天生的品牌差距，与云南白药牙膏市场地位差距明显。两者都是 2005-2006 年进入市场，2012 年云南白药日化销售人员 1000 多人、舒客 7000 多人，但 2012 年云南白药含税销售额 20 亿元、舒客仅 5 亿元左右。
- **两面针启动定增，重新聚焦牙膏主业，迈出复兴第一步。**两面针曾是中国牙膏第一品牌，推出第一支中药牙膏，连续 15 年中国牙膏行业第一名，2002 年市场份额 16.3%（按自然支计算）。2000 年以后，在外部竞争加剧和内部管理不善的重压下，公司销售额急剧萎缩，市场份额快速下滑，到 2012 年底市场份额仅为 1.6%。两面针在品牌、资金、生产和研发上具有良好基础。后期若能通过扭亏纸业板块，聚焦日化业务，进行营销改革，改变机制、激励到位，销售有望实现成倍增长，3-4 年后两面针品牌牙膏销售额有望达到 8-10 亿元，市场份额从 1.6% 提升到 3-4%。

图表 1：行业重点公司估值表

名称	代码	总股本（百万股）	总市值（百万）	最新	EPS（元）				PE				评级
				股价（元）	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	
两面针	600249.SH	450	2205	4.9	0.04	0.02	0.07	0.15	263	527	150	70	增持
云南白药	603288.SH	694	59677.06	85.99	2.28	3.34	3.53	4.37	31	21	20	16	无

内容目录

牙膏江湖战.....	5 -
口腔护理用品是日化行业第三大品类.....	5 -
竞争格局：CR5 占比持续提升，宝洁、高露洁发展停滞.....	7 -
云南白药-跨界传奇.....	10 -
困顿和调整.....	10 -
营销大战.....	12 -
舒客-本土黑马，终端为王.....	16 -
云南白药牙膏-成功可以复制吗？.....	18 -
两面针兴衰简史.....	20 -
曾经的第一品牌.....	20 -
外资进入，竞争加剧.....	21 -
收购持续亏损的柳江造纸厂，拖累业绩.....	22 -
启示录：牙膏行业是金矿，值得掘金.....	23 -
投资建议：推荐云南白药和重新聚焦主业的两面针.....	23 -

图表目录

图表 1：口腔护理用品是日化行业第三大品类.....	5 -
图表 2：牙膏占口腔护理用品销售额 77%.....	5 -
图表 3：2012 年牙膏市场销售额 178 亿元，预计 2017 年将突破 245 亿元.....	6 -
图表 4：牙膏细分品类市占率变化.....	6 -
图表 5：美白、清新口气、防蛀和治疗牙龈出血是消费者最关注的牙膏功能.....	7 -
图表 6：超市渠道贡献 59%销售额.....	7 -
图表 7：牙膏前五大品牌市场份额变化.....	8 -
图表 8：牙膏前五大市场份额持续上升.....	8 -
图表 9：主要牙膏品牌系列.....	9 -
图表 10：云南白药牙膏广告《出血篇》.....	10 -
图表 11：拓宽症状，聚焦三大口腔问题.....	11 -
图表 12：广告软文《云南白药牙膏里的国家机密》.....	12 -
图表 13：云南白药 2006 年漫画式平面广告和 2007 年科普式广告.....	13 -
图表 14：云南白药电视广告.....	14 -
图表 15：云南白药牙膏终端推广.....	14 -
图表 16：云南白药牙膏系列-金口健和朗健.....	15 -
图表 17：云南白药牙膏销售收入（含税）.....	15 -
图表 18：舒客齐全的产品线.....	16 -
图表 19：舒客牙膏聘请贝克汉姆担任形象大使.....	17 -

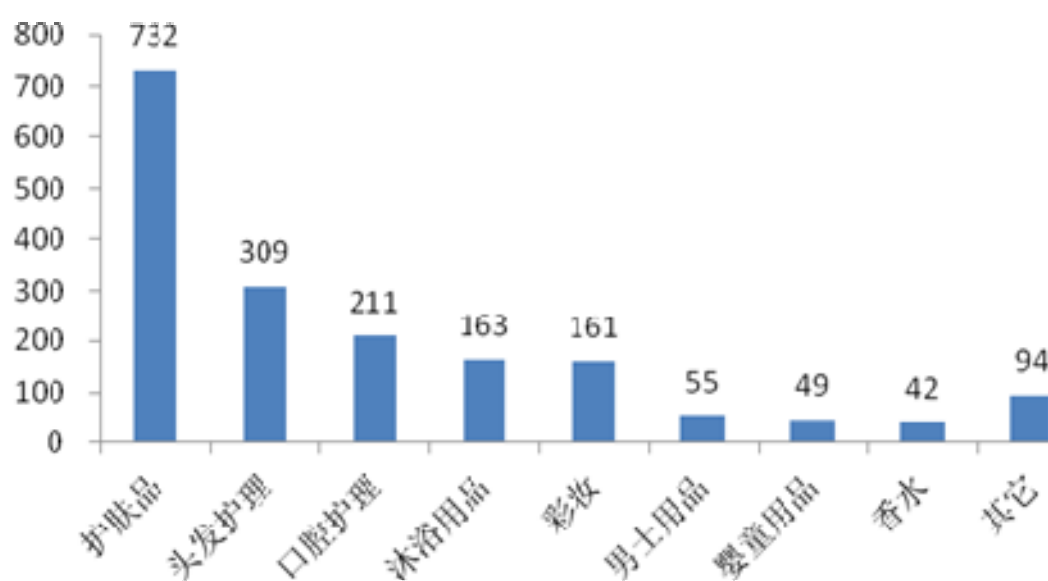
图表 20: 云南白药和上海家化 EBITDA 对比.....	- 20 -
图表 21: 本土品牌市占率不断下降.....	- 21 -
图表 22: 2001 年两面针牙膏产品系列和销售情况	- 22 -

牙膏江湖战

口腔护理用品是日化行业第三大品类

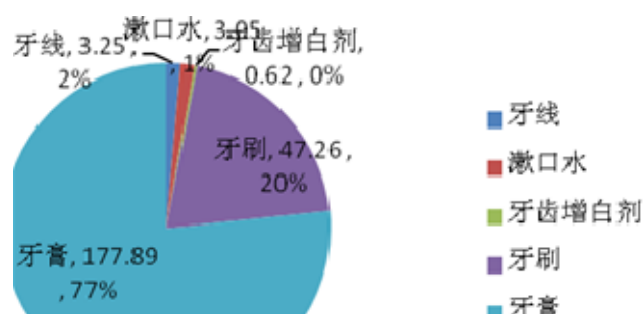
- 口腔护理用品是日化行业第三大品类，仅次于护肤品和头发护理。2012 年口腔护理用品销售额达到 232 亿元，其中牙膏销售额占比 77%。
- 2012 年牙膏市场销售额 178 亿元，较前一年增长 10%。2007-2012 年牙膏行业年复合增长 9.6%，预计到 2017 年牙膏行业市场规模将突破 245 亿元，较 2012 年增长 37.7%。

图表 2：口腔护理用品是日化行业第三大品类

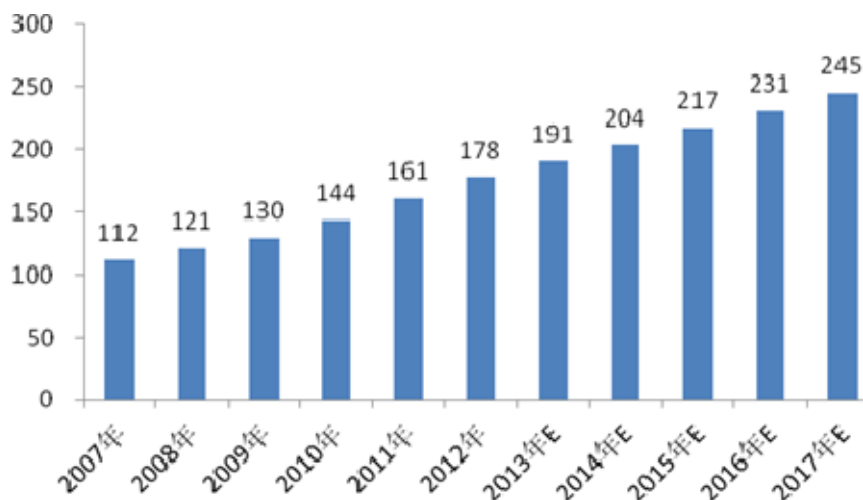


，单位：亿元

图表 3：牙膏占口腔护理用品销售额 77%

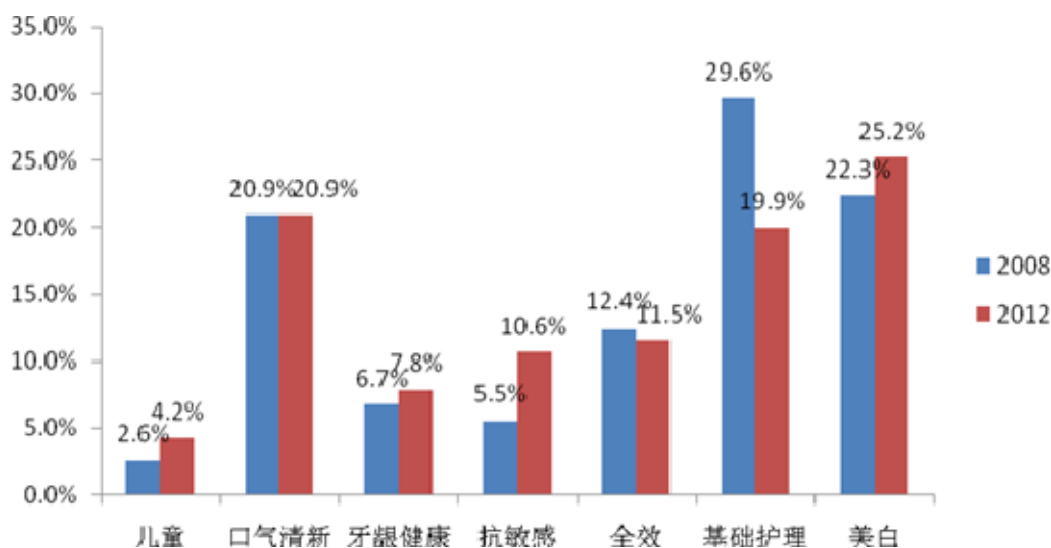


图表 4：2012 年牙膏市场销售额 178 亿元，预计 2017 年将突破 245 亿元

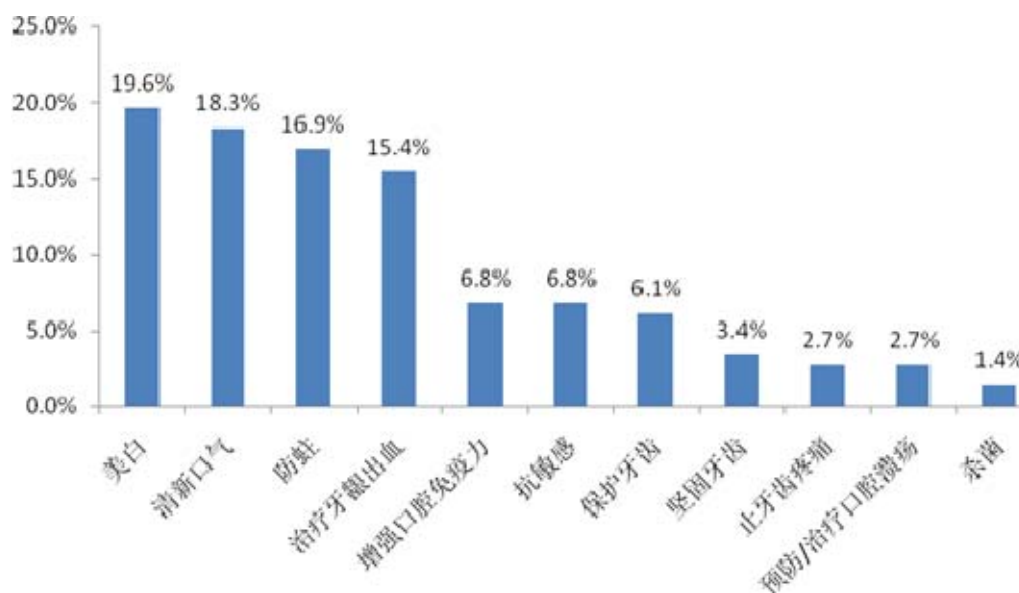


- 口气清新、美白仍然是最受欢迎的两大品类，占据 45% 市场份额。传统的基础护理和全效市场份额出现下降，尤其是基础护理下降近 10 个百分点。同时抗敏感和牙龈健康市场份额持续上升，其中抗敏感成为上升最快的品类，上升 5.1 个百分点。
- 最新消费者调研显示，清新口气、美白、防蛀和牙龈出血是消费者最关注的牙膏功能，一方面反应消费者对口气清新、牙齿美白等社交功能的需求，一方面也反应消费者对牙齿健康和口腔健康问题的关注。预计未来口气清新和美白仍将是重要的细分品类，占据 40-45% 的市场份额。基础护理会被更细分的抗敏感、牙龈健康所取代。

图表 5：牙膏细分品类市占率变化



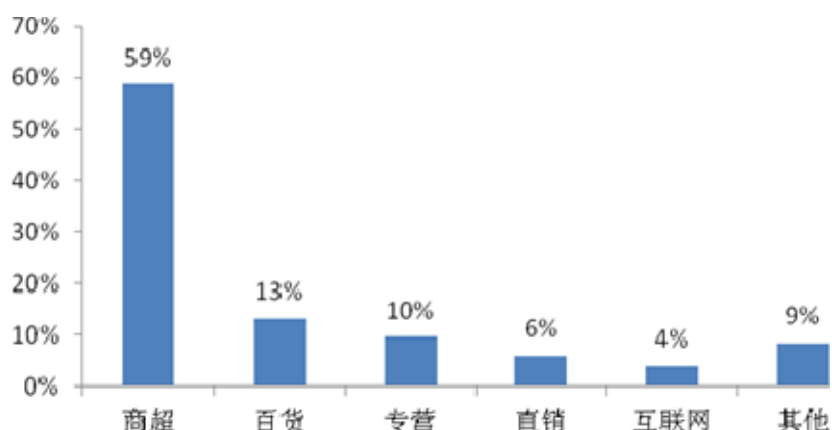
图表 6：美白、清新口气、防蛀和治疗牙龈出血是消费者最关注的牙膏功能



，《中国口腔健康发展报告》

- 超市是口腔护理用品最主要销售渠道，贡献 59% 销售额，是每个牙膏品牌厂商的必争之地。

图表 7：超市渠道贡献 59% 销售额



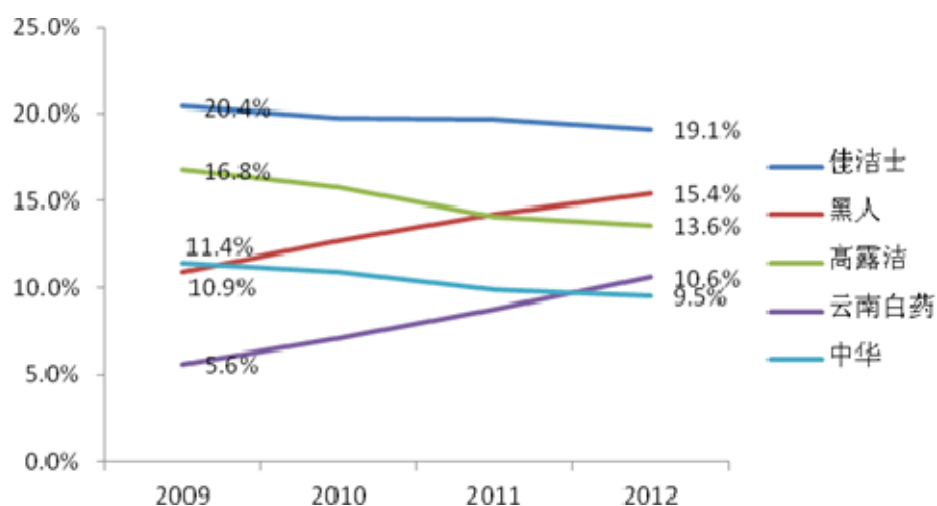
竞争格局：CR5 占比持续提升，宝洁、高露洁发展停滞

- 目前牙膏品牌形成三个梯队。第一梯队由前五大品牌佳洁士、黑人、高

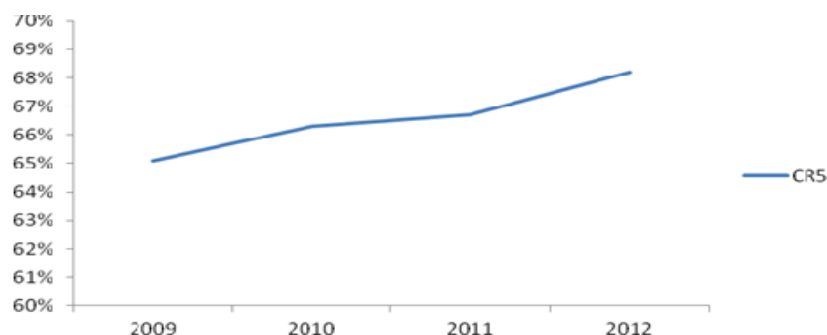
露洁、云南白药和中华组成，占据 68% 市场份额，并且 CR5 的占比还在继续提升。

- 在第一集团里，宝洁旗下佳洁士发展基本停滞，固守 19% 市场份额。原来行业第二的高露洁被好来化工旗下的黑人超越，行业排名下滑到第三位。黑人成为上升最快的牙膏品牌之一，市占率从 2009 年的 10.9% 上升到 2012 年的 15.4%，力压高露洁成为行业第二。
- 云南白药牙膏 2005 年进入市场，2009 年成为行业第四，2012 年市占率达到 10.6%，成为 CR5 中唯一的本土牙膏品牌。联合利华旗下中华在激烈竞争下从行业第三下滑到行业第五，市占率下降近 2 个百分点。
- 在第一梯队之后，第二梯队安利丽齿健、重庆冷酸灵、LG 竹盐、纳爱斯市场份额大都在 3-4% 左右，与第一梯队差距较大。
- 前两大梯队（9 大品牌）占据 81% 市场份额，剩余不到 20% 市场份额由众多小品牌所瓜分。如中美史克舒适达、广州立白六必治、美晨黑妹、广州薇美姿舒客、柳州两面针，市场份额大多在 2% 以下。

图表 8：牙膏前五大品牌市场份额变化



图表 9：牙膏前五大市场份额持续上升



图表 10：主要牙膏品牌系列

品牌	产品单价（100g）	销量排名
佳洁士	基础系列（3-6 元） 天然多效系列（8-15 元） 健康专家系列（16-25 元） 美白系列（30 元+）	全优 7 效 盐白 草本水晶
黑人	超白系列（7-9 元） 双重薄荷系列（5.5-6.5 元） 茶倍健系列（8-9 元） 专研亮白系列（16-17 元） 水清新系列（8-9 元）	超白青柠薄荷 茶倍健龙井薄荷 宝贝兔儿童 茶倍健龙井绿茶 茶倍健茉莉白茶
高露洁	360° 牙膏（10-15 元） 专效抗敏牙膏（31-33 元） 防蛀系列牙膏（7-8 元） 冰爽牙膏（8-9 元） 超强牙膏（3 元）	超强牙膏 健白防蛀牙膏 冰爽冰凉薄荷型
云南白药	留兰香型（14-16 元） 薄荷香型（13-15 元） 冬青香型（16-20 元） 朗健牙膏（27-29 元） 金口健（16-20 元）	留兰香型 薄荷香型 冬青香型 金口健 朗健牙膏
中华	美白系列（4-10 元） 清新系列（4-6.5 元） 中草药系列（3-4 元） 防蛀系列（3 元） 抗敏系列（28 元）	魔丽迅白 健齿白 皓清 中草药 双重皓白
丽齿健	多效白茶（20 元） 多效含氟（20 元）	多效白茶牙膏 多效含氟牙膏
冷酸灵	专业抗敏感系列（21-28 元） 双重抗敏感（7-11 元） 基础抗敏感（2-9 元） 儿童护理牙膏（5-8 元）	清泉爽白双重抗敏感牙膏 去渍亮白双重抗敏感牙膏 芦荟晶爽双重抗敏感牙膏 茶清新双重抗敏感牙膏 井盐爽白双重抗敏感牙膏
舒适达	专业修复牙膏（38-41 元） 速效抗敏牙膏（24-31 元） 基础系列（23-27 元）	美白配方抗敏感全面护理抗敏感 牙龈护理抗敏感 专业修复 速效抗敏

云南白药-跨界传奇

- 2005 年云南白药牙膏进入市场时，佳洁士和高露洁凭借雄厚的资本和先进的品类管理经验高歌猛进，国产传统品牌如冷酸灵、两面针在竞争中节节败退。当时一只重量 120 克的牙膏，单价 6 元以上就属高档牙膏。单价 20-24 元的云南白药牙膏会有消费者买单吗？业界对此充满质疑，《云南牙膏遭遇“两不靠”窘境》、《云南白药牙膏的“边缘”之痛》等新闻屡见不鲜。
- 在一片质疑声中，云南白药牙膏 2006 年销售额（均指含税）过亿，2007 年销售额近 3 亿元，2010 年销售额突破 12 亿元，进入到一线品牌行列。到 2013 年年末，云南白药牙膏销售近 20 亿元，行业排名第四，成为前五大品牌中唯一的本土品牌。
- 云南白药牙膏的成功成为业界传奇。受此鼓舞，越来越多的制药企业进军日化行业，如广药敬修堂、同仁堂同仁草本、片仔癀药妆、马应龙八宝眼霜等等，但都没有取得突破。云南白药牙膏是如何取得成功？它的成功可复制吗？

困顿和调整

- 刚进入市场时，云南白药牙膏也不是一帆风顺。2003 年底，云南白药牙膏产品研发完毕。对于新品上市，公司进行充分准备，如广泛招募日化领域人才，开始在各大平面、户外、电视投放广告，选择基地市场-云南省药店系统进行小规模试销，2004 年试销额 300 万元。2005 年上半年，云南白药牙膏在央视投放首只广告《出血篇》，引起一定的市场关注度，但终端动销不足，渠道缺乏信任。由于销售成绩很差，云南白药在沃尔玛甚至收到产品下架、拒绝采购的警告。批评者认为，其定位保健品却只局限于牙龈出血；定位于高端，但广告却表现血腥；更有挑剔者指责其包装都没有品位。

图表 11：云南白药牙膏广告《出血篇》



- 如何从困境中突出呢？云南白药联手上海凯纳开始进行营销调整。2005年夏天，云南白药牙膏市场人员，顶着炎炎烈日，走访大量超市，与消费者一对一沟通。在大量市场调研基础上，云南白药做出两大调整：
- **1) 定位改变：拓宽症状，突出医药背景。**推广之处，云南白药牙膏定位解决“牙龈出血”问题，但日常牙龈经常出血者并不多，限制云南白药牙膏的消费人群。而牙龈肿痛、口腔溃疡是消费者经常遇到的问题，这些小问题不足以上医院，但给消费者造成很大困扰。消费者有快速解决这些问题的生理和心理需求，对价格敏感度低，愿意花 20 多块钱来解决问题。调整后，云南白药牙膏从单一解决“牙龈出血”问题拓宽到全面解决“牙龈出血、牙龈肿痛、口腔溃疡”三大口腔问题，扩大了使用人群。
- 突出医药背景，定位“非传统”，配方非传统（云南白药国家保密配方），功效非传统（一修、二养、三提高），成分非传统（独含云南白药六大活性因子，功效更强）。突出医药科技背景，以更专业的理念、更专业的人员、更专业的经验和态度做牙膏，与市面上普通牙膏进行区隔。不是传统简单牙膏，而是一款非传统的口腔保健膏，使得高端定位和高价格更具有说服力。
- **2) 渠道改变：聚焦商超，梯度布局全国。**最初云南白药作为制药企业进入市场，选择自己熟悉的药房渠道作为重点，显示产品专业性。但消费者日常主要在商超购买牙膏，极少有人会特意到药房去买牙膏。药房渠道与主流消费人群和主流渠道分割，没有获得好的效果。
- 调整后，云南白药选择超市作为重点，招聘大量具有日化品销售经验的员工补充到第一线。当年七八月份云南白药开始逐步走出困境。当年借助沃尔玛渠道，实现销售额 8000 万元，坚定云南白药聚焦商超渠道的信心。
- 同时云南白药继续以央视为平台，进行电视广告投放，拉动全国市场销售；选择部分省级市场作为重点市场，从省会城市开始，实现中心突破，再向二类地级市场推进。同时云南白药重点市场从最初的 1 个云南，增加到 12 个，到 2007 年达到 25 个。

图表 12：拓宽症状，聚焦三大口腔问题



营销大战

- 2005 年下半年开始，云南白药在调整营销策略后，综合运用平面媒体、电视广告和终端促销各种营销手段，开始持续数年营销大战。
- 平面广告，连续发起攻势，层层递进，环环紧扣。如 2005 年连续 4 轮的软文推广：
- 第一轮 8-9 月，“炒作诞生背景、营造发现感”。选择重点市场发行量最大的市民类报纸，借鉴保健品操作手法，以新闻的标题、行文和排版方式持续刊登软文，直接拉动终端卖场销量。如《百年药企做牙膏？小题大做》、《云南白药牙膏里的国家机密》、《这是一支无法抄袭的牙膏》等。挖掘产品诞生背景，提升产品附加值。
- 在湖南市场，很多消费者拿着报纸到终端找云南白药牙膏，云南白药凭借单一品类，在与佳洁士等国外品牌牙膏 1: 10 的排面比下，做到最高峰日均销量 200 只，超过当日佳洁士和高露洁两家的总和。

图表 13：广告软文《云南白药牙膏里的国家机密》



- 第二轮 9-10 月，“症状出发、对号入座”。这一轮的广告主要从症状出发，对“牙龈出血、肿痛、口腔溃疡”的人群集中引导，让消费者对症下药，产生购买。
- 第三轮 10-11 月，“持续造势、营造热销感”。通过一系列新闻造势广告，以“高价牙膏热销”为新闻切入点，激发人们的好奇心，营造出云南白药牙膏正在流行的势头。《怪！20 多块的牙膏居然卖火了》、《谁在买 20 多块的牙膏？》、《云南白药牙膏：从猜疑到信任》、《高价牙膏竟然遭抢购》。
- 第四轮 2006 年春节期间，“节庆流行、号召送礼”。在节庆市场中打出送份“口腔健康”的市场号召，如《高档牙膏遭抢购 买来多半当礼送》，分食节庆市场。
- 在持续不断的广告投放下，终端销售大幅增长，不断接到经销商电话，

要求代理云南白药牙膏。各省级经销商信心大增，纷纷加大进货，8月份全国销售突破1000万，10月份销售200万支，销售额达4000多万元。

- 2006年云南白药推出朱德庸漫画式平面广告，描写口腔问题在生活中引发的尴尬，将这种尴尬进行放大，引发消费者的心理共鸣。如《不要与9种人接吻——除非他（她）改用云南白药牙膏》、《这几种人难以亲近——除非他（她）改用云南白药牙膏》。
- 2007年聚焦口腔健康和慢性病，突出口腔健康的重要性。如在《北京晚报》、《南京都市报》推出牙周大学堂系列讲座《专家进言：别把牙龈出血当小事！》，《中国1.6亿高血压患者小心口里藏“刀”！——高血压、糖尿病、心脏病病人警惕“牙龈出血、口腔溃疡”》等等。

图表 14：云南白药 2006 年漫画式平面广告和 2007 年科普式广告



- 电视广告，树立品牌，扩大影响。2005-2008年，云南白药持续在央视投放广告，覆盖最主流消费人群，扩大市场影响力。替换下略带血腥的《出血篇》后，陆续推出《接龙篇》、《牙刷篇》、《人群篇》等，在日常生活环境中强调云南白药牙膏的口腔保健功效。如《人群篇》旁白，“以前牙龈出血很严重，用云南白药牙膏-好！口腔溃疡好久没犯了！牙龈肿痛，管用！每天不到两毛钱，值！云南白药牙膏，口腔专业保健”。
- 2007年年底引入代言人濮存昕，进一步提升品牌形象。整个片子以淡蓝色水幕为背景，濮存昕从容淡定地谈到：“人到中年，名利看淡了，健康看重了，口腔健康，关乎全身健康，选一支好牙膏，给自己加一份健康保障，云南白药牙膏，让健康的口腔享受生活的快乐，别忘了，给父母、爱人、亲友带去口腔健康的关怀。”

图表 15：云南白药电视广告



- **终端促销，贴身肉搏。**日化领域终端促销常年不绝，无论是国际品牌还是本土品牌，都在终端这个必争之地展开近身肉搏战。在牙膏领域上，最开始云南牙膏的促销费用与竞品佳洁士和高露洁相比并不占优。云南白药决定以功效为突破口，强调“百年配方、医药背景”，向消费者进行品牌传播。
- 2005 年 7 月上市初期，云南白药推出“云南白药牙膏 请 10 万市民做证！”，活动选择大型卖场举办，凡有牙龈出血、口腔溃疡、牙龈肿痛的患者，可领取一支云南白药 30 克试用装，活动期免费赠送 10 万支。活动目的是传播云南白药牙膏对产品功效的自信。通过免费赠送，云南白药牙膏赢得第一批消费者。
- 2006 年春节前夕，云南白药推出“牙齿过大年”主题活动，在每一个可控终端进行推广，利用春节的节日氛围，推出云南白药牙膏礼品装，配合力度较大的促销品，赢得了 06 年春节市场的满堂红。紧接其后的五一、十一、元旦，云南白药再接再厉，推出“清爽健康过夏天”、“挑战 3 大口腔问题”、“终结 3 大口腔问题”等一系列主题活动，加大海报宣传、终端物料推广，配合精心设计的促销礼品，极大的刺激了终端销售。
- 2007 年云南白药针对各类卖场举行丰富多彩的主题促销活动，2-4 月家乐福、沃尔玛、大润发（内场促销+外场科普巡展），5-6 月关爱牙周、远离牙周病（店中店），8-10 月社区运动会，11-12 月街头篮球争霸赛。

图表 16：云南白药牙膏终端推广

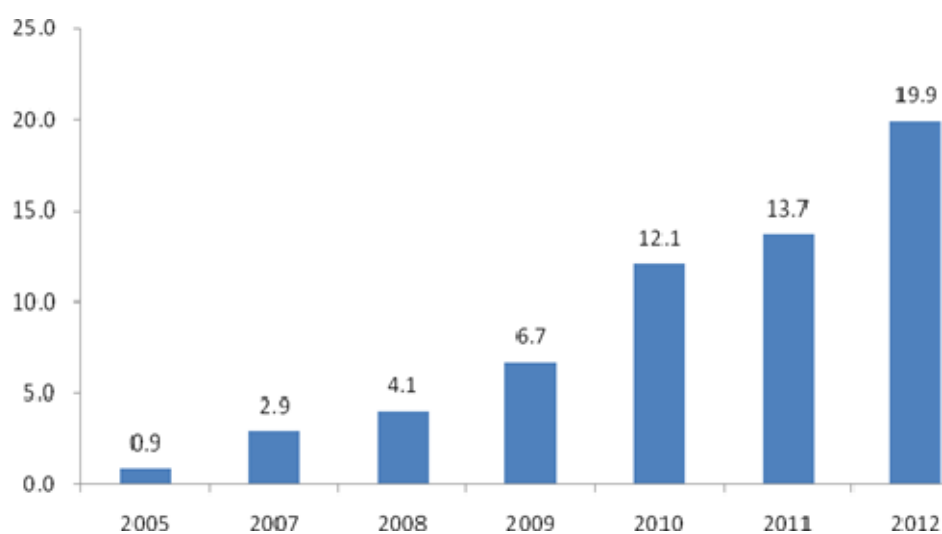


- 2008 年云南白药进一步拓展产品线，推出金口健系列，定位日常口腔，单价 15-20 元/100g，填补云南白药牙膏在 20 元以下价格带空白，对主品牌形成有力补充。2011 年云南白药推出针对吸烟人士的高端牙膏-朗健，主打祛除烟渍、清新口气、保护口腔，定价 40 元/100g。
- 经过不懈努力，云南白药牙膏获得市场认可，成为 CR5 中唯一的本土品牌，创造了 8 年时间里从 0 到 20 亿（含税）销售奇迹。2012 年云南白药牙膏市场份额 10%，预计未来云南白药牙膏市场份额有望达到 13-15%，行业排名第三，销售额 35-50 亿（含税）。

图表 17：云南白药牙膏系列-金口健和朗健



图表 18：云南白药牙膏销售收入（含税）



，单位：亿元

舒客-本土黑马，终端为王

- 2011 年郑州某卖场，云南白药和舒客卖场人员发生火并，舒客高调宣布“凡是同时代理白药牙膏与舒客的经销商，从现在起必选其一，做白药，就不要做舒客；否则坚持做舒客，就不要做白药！”。舒客是谁，为什么敢于和云南白药叫板呢？
- 舒克属广州薇美姿旗下品牌，由日化行业传奇人物王梓权创立。王梓权，中学教师出身，18 年营销经验，曾任多家日化企业营销顾问，蓝月亮发展史上关键人物，迪彩二号老板。从迪彩出来后，创立两个品牌，一个是主打室内空气净化和高端家居护理“优克”，另一个是专业口腔护理品牌“舒客”。
- 最初王梓权看好的是“优克”，投入大量资源，但是市场反应始终不温不火，只是抱持试一试态度的“舒客”却在局部市场销售不错。王梓权决定发力舒客牙膏。经过几年的试错，舒客完成产品定位和布局：
- 1) 错开定价。2006 年舒客以单价 20 元的产品试水大卖场，产品无形象代言、无广告投放，卖点和功效也不突出，没有消费者为舒客的“来一场中国口腔革命”买单。在初次失利后，舒客很快调整定价策略，制定“二元价格”路线。每个功能的产品线分为高端和低端两种，低端定价 8-10 元/100g，高端定价 18-20 元/100g。高端打品牌，低端冲销量，扩大产品受众面。其高端产品瞄准对象想消费好牙膏、却不愿意掏 20 几元买云南白药的中高端消费者。
- 2) 做足专业化。舒客没有云南白药的“国家保密配方”。为了树立品牌专业化形象，舒客选择做足产品线，定位专业口腔护理，配合 9 条产品线组合，包括牙膏、牙刷、漱口水、口喷、牙贴、牙线、牙线棒、牙间刷、舌刮器。产品项目的总数达到 56 个，产品之间具有很强关联性，为终端销售的连带促销提供基础。就实际销售而言，这些系列产品的销售额都不高，但齐全的品类给消费者以舒客是专业口腔护理品牌形象。

图表 19：舒客齐全的产品线



- **3) 强化终端。**在终端陈列上，舒客用牙膏组合成大炮、风车、飞机等各种异型堆头，吸引消费者眼球。在促销上，除常规化的“卖场投篮、扎气球、抓金币”等活动常年不断外，舒客将口腔检测仪搬进卖场，开展免费口腔检测活动。促销员邀请顾客到测试专区，探头放入口中，消费者便能在电脑屏幕上清楚看到自己的口腔问题，比如牙龈炎症、出血、牙齿菌斑、牙石等等。促销员再对症推荐适合的产品。这样的卖场氛围感染下，顾客在互动的过程中不自觉地进入角色，很多时候购买成功率可以达到 80%以上。事后统计，以沈阳地区一家乐购大卖场为例，舒客靠口腔检测仪一个月做到 20 多万元的业绩。之前该卖场整个口腔区域的销售总量还不到 20 万元。
- **王梓权的中坚团队，基本上来自终端骨灰级巨头蓝月亮与迪彩，这两家企业都曾是玩转大卖场的好手。本土企业与跨国品牌相比，品牌和费用上存在差距，凭的就是终端白刃战。**长期刺刀见红的岁月，让他们对于活动的策划、准备、执行、操控炉火纯青，甚至“活动队一天开几次例会、多长时间进行销售报数、不同卖场之间评比名次”等已套路化与程序化。让销售人员总是处于精神亢奋的状态，在“没有不好卖的产品，只有卖不好产品的人”等魔咒般的理念灌输下，每个人都时时挑战自己的数据。凭借强大终端执行力，通过人海战术（高峰时过万人），舒客迅速崛起，成为本土品牌的一匹黑马。2010 年终端零售额突破 3 亿元，2012 年突破 10 亿元。
- 庞大的销售团队，虽然给舒客创造可观的业绩，但也形成巨大的利润压力。口腔护理客单价较低，人工成本日渐高企。如果继续实施人海战术，舒客很可能被高人力成本拖累，成为下一个终端拦截失败的案例。2011 年年中，舒客进行两大改革，一方面有步骤的实行减员增效，另一方面推出“益早益晚”早晚分护牙膏，聘请贝克汉姆作为形象大使，提升品牌形象。

图表 20：舒客牙膏聘请贝克汉姆担任形象大使



- 2011 年舒客再次获得风险投资，进一步补充资本实力。2012 年开始在央视《星光大道》、《我要上春晚》等强势综艺节目和地方电台播出广告，

从原有单一的地面营销转向投放广告“空中拉动”，标志着舒客从品牌草创阶段向品牌成熟阶段跨越。

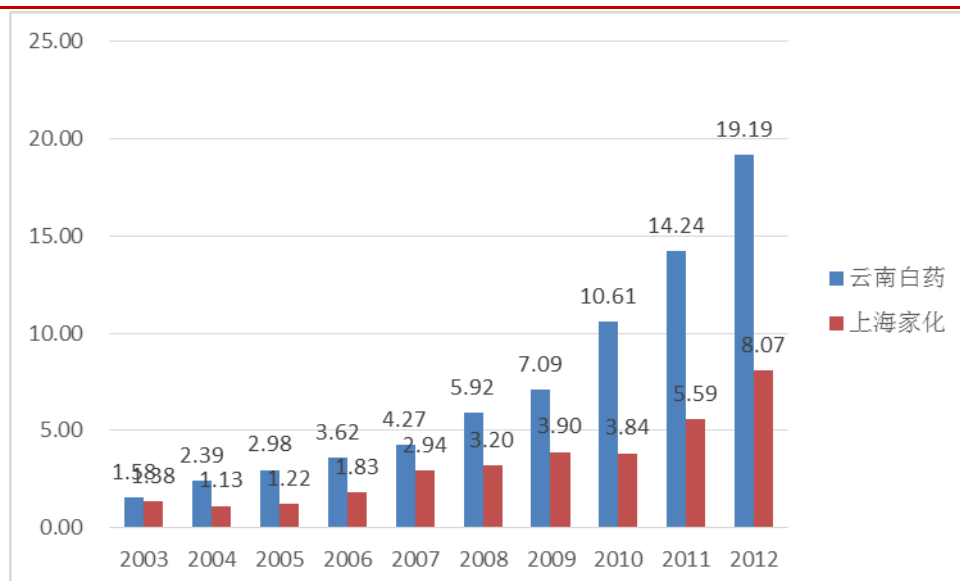
- 2011 年 9 月，舒客在武汉召开渠道商会议，宣布进军专营店渠道。经过一年多摸索，2012 年舒客基本完成团队建设，拥有 150 多位专营店渠道市场和培训人员，覆盖专营店近 3000 家。
- 在专营店定价上，舒客逐步放弃 20 元以下的产品，主推终端零售价 58 元高端产品，客单价平均过百元。在舒客打造的安徽等样板市场，专营店每月销售环比增速超过 40%，在专营店所有日化品牌中利润贡献率排名第五，受到专营店渠道的欢迎。舒客计划到今年年底专营店网点达到 5000 家，回款 2 亿元。
- 舒客的成功来自于领导者多年终端白刃战积累的经验，通过超强的终端执行力，人海战术杀开一条血路。这条路异常艰难，大多数品牌不具有这样的管理能力，更多的是销售还没上去，已经管理混乱、费用失控。舒客在网络上也不乏批评，有销售员抱怨公司洗脑、管理严苛、提成不足等等。
- 幸运的是云南白药拥有“国家保密配方”金字招牌，天生拥有止血消肿的品牌联想力，在牙膏品牌争夺战中占得先机。2012 年云南白药日化销售人员不过 1000 多人，舒客 7000 多人。同样是 2005-2006 年进入市场，2012 年含税销售额云南白药牙膏 20 亿元，舒客 5 亿元左右。

云南白药牙膏-成功可以复制吗？

- 在云南白药之后，众多医药企业纷纷效仿，进入日化市场。其中也不乏知名百年品牌，如广药敬修堂、同仁堂同仁草本、片仔癀药妆、马应龙八宝眼霜等等，但都没有取得突破。云南白药牙膏的成功可复制吗？
- 云南白药牙膏的成功很难复制，“品牌、团队、钱”缺一不可。
- 强大的品牌说服力。云南白药是著名的中成药，对跌打损伤、创伤出血具有神奇疗效，被誉为“中华瑰宝，伤科圣药”。云南白药牙膏在推出时，拥有“国家保密配方”金字招牌，天然具有活血止痛和解毒消肿品牌联想力，对产品定位“牙龈出血、牙龈肿痛、口腔溃疡”具有非常强的说服力。
- 此后云南白药陆续推出千草堂沐浴露和养元青洗发水，其品牌活血化淤和解毒消肿联想力，在沐浴露和洗发水领域说服力不够。千草堂最初定位皮肤瘙痒，但日常生活中皮肤瘙痒问题者少，受众面不广，后又定位皮肤护理，与其它品牌区隔不足，远没有达到白药牙膏的程度，其高端定价缺乏支撑。由于迟迟无法打开市场，千草堂沐浴露现在已经下架，最近改换成养元青沐浴露。
- 养元青洗发水 2010 年上市，经过两年多的摸索，截止 2012 年末销售额 5800 万元。云南白药牙膏推广当年销售额 8000 万，第二年过亿，第三年过 3 亿，与之形成鲜明对比。2005 年，云南白药牙膏推广之初时，云南白药缺乏日化市场和商超渠道运作经验。5 年之后云南白药已经拥有过千人的专业日化营销队伍，商超渠道已经打通，但即使是如此，养元青推广之路也不容易。

- **云南白药创口贴是云南白药在快销品领域的另一个成功案例。**1992 年强生旗下邦迪进入中国市场，一度成为创口贴的代名词，在中国 5 亿元的小创伤处理市场占有率达到 70%。2001 年云南白药创口贴杀入市场，以“含药”的创口贴作为突破点。云南白药止血消炎的强大品牌说服力让消费者迅速接受。创口贴从一块单纯的小伤口止血胶布，变成一种既能止血又能治疗的药品。2001 年上市当年，云南白药创口贴实现销售额 1000 万元。强生如芒在背，立即提出与云南白药合作，承诺合作后可以给予云南白药 40% 市场份额。云南白药拒绝强生，到 2007 年云南白药创口贴销售额 2 亿元，成为创口贴市场第二品牌。
- **从创口贴、牙膏到沐浴露、洗发水，其成功和失败都离不开品牌影响力。**当与品牌天然定位相符合时，消费者容易接受，市场容易打开。当品牌说服力不够时，同样是“国家保密配方”、“百年老字号”，消费者也不会买单。
- **强大的营销能力。**1999 年王总到任云南白药，开始营销体系改革，投资 3000 万元成立医药电子商务公司，设立 15 个分公司，营销网络覆盖全国，深入到每一个终端网点。同时公司推行“内部创业机制”，利润超额分成和末位淘汰相互制衡，建立起一套完善的激励与约束相结合机制。云南白药从一个偏居西南的老旧国企，变成一个具有竞争力的现代医药企业。销售人员从 1999 年 84 人增长到 2005 年 729 人，药品收入从 1999 年 1.8 亿元增长到 2005 年 7.2 亿元，六年时间里翻了三番。
- **2005 年云南白药牙膏进入市场之前，云南白药已成功推出云南白药酊、云南白药气雾剂和创口贴一系列产品，在 OTC 市场摸爬滚打多年，拥有一只强大的营销队伍。**
- **强大的资金实力。**在进入日化领域之前，2005 年云南白药营业收入已达到 24.5 亿元，净利润 2.4 亿元，药品业务经营良好，资金充裕，能支撑牙膏推广产生的大量费用。当时本土第一日化品牌上海家化，2005 年营业收入 19.5 亿元、净利润仅 3900 万元，佰草集刚刚开始实现盈利，还处在大量费用投入阶段。与本土日化企业相比，云南白药资金优势非常明显。在牙膏上市之初，强大的资金实力支持云南白药牙膏在央视长期进行广告投入，同时支撑线下持续不断的各种平面推广和终端营销。
- **云南白药牙膏经销商成都和世科技有限公司负责人王志松在一次媒体采访中介绍，一个日化产品进入全国性商超，一个品规的条码费大概需要 500 万元，这笔费用包括商超需要收取的新品费、管理费等等。如果这个商品有 6 个条码，成本开支就要在 3000 万元以上。“云南白药牙膏现在有 30 多个品种，你可以看看这需要多少开支、什么企业愿意承担，毕竟，现在葛兰素史克的舒适达也才只有 6 个品规。”**
- **没有强大的资金实力，光有好的产品想在竞争激烈的日化行业占有一席之地是非常困难的。云南白药正是具备了强大的资金实力支撑品牌持续发展。**

图表 21：云南白药和上海家化 EBITDA 对比



，公司公告

- 综上所述，云南白药品牌在牙膏上具有天然的定位优势，拥有多年 O T C 市场操作经验，公司管理机制优良、营销能力突出，资金实力雄厚，能支撑高额费用投入。其“品牌、团队、资金”三者达到完美结合，云南白药牙膏的成功很难复制。即使云南白药后来推出沐浴露和洗发水，只是在“品牌、团队、资金”中略有欠缺，其成功之路也不平坦。

两面针兴衰简史

曾经的第一品牌

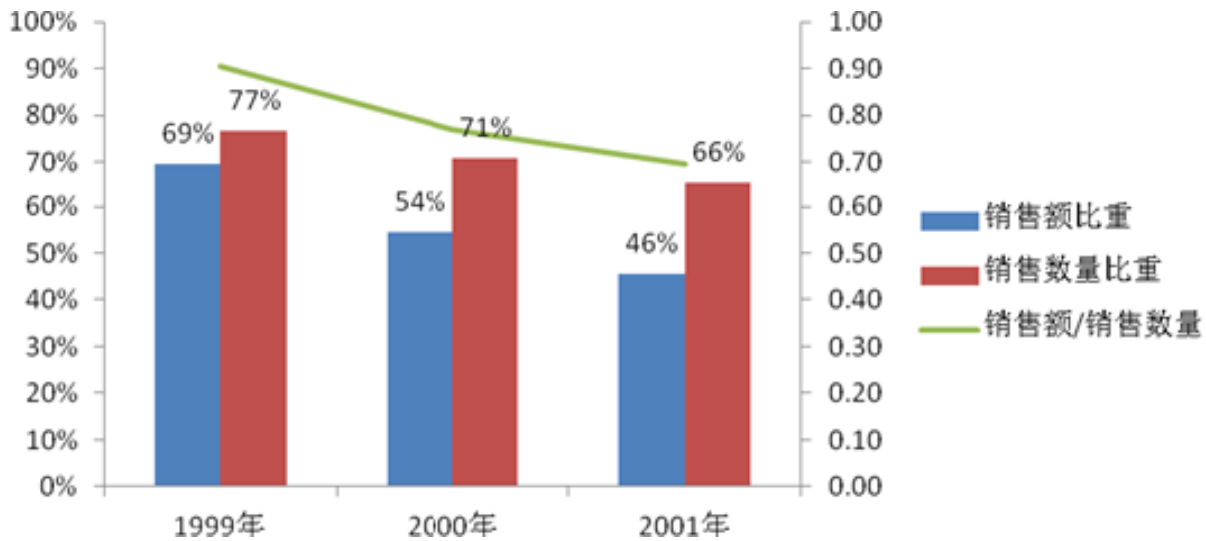
- 两面针曾是中国牙膏第一品牌。1978 年第一只两面针药物牙膏研制成功，开创我国中药牙膏先河。1985 年两面针牙膏年产销量突破 1 亿支。1991-1992 年两面针牙膏获国际博览会金奖。1997 年柳州两面针成为全国牙膏行业首家通过 ISO9001 国际质量体系认证企业。到 2001 年两面针牙膏连续 15 年在国内同类产品年产销量第一，年产销量突破 4 亿支。2002 年两面针市场占有率 16.3%（按自然支计算），是牙膏 Top3 中唯一的本土品牌，与高露洁、中华（联合利华）构成牙膏企业第一集团军，合计占有中国约 45% 的牙膏市场份额。
- 两面针的成功与大宝的成功相类似，在产品缺乏的 80-90 年代，通过推出具有竞争力的产品，最早进行营销改革，成功创出一片天地。（大宝案例请见《中国日化行业的死与生（二）-本土品牌的激荡三十年》）。柳州两面针股份有限公司的前身是 1980 年成立的柳州牙膏厂，在成立之初这个 120 多人的作坊小厂就面临被国家计划取消的窘境。在困境和压力之下，柳州牙膏厂成功推出中国第一支中草药牙膏-两面针牙膏。当时

市面上以普通洁齿类牙膏为主，两面针创新式的提出中草药和天然植物口腔护理理念。在产品营销方面，公司开行业之先河，贷款做广告，最先在各种媒体上投放大量广告推荐产品。在行业内还是计划经济下的坐销制时，两面针大胆进行市场创新，最早推出行销制，在各大百货商场开展终端促销，建立起覆盖全国的现代营销网络。全公司推行竞争上岗，分配上实行模拟年薪制，将公司发展与个人切身利益挂钩。经过一系列改革，柳州牙膏厂从一个偏居广西的作坊小厂一跃成为全国牙膏行业的巨头，两面针品牌享誉全国。

外资进入，竞争加剧

- 1992 年高露洁进入中国市场，1994 年联合利华取得中华牙膏经营权，1995 年宝洁将佳洁士引进中国。随着外资巨头的进入，牙膏市场竞争日趋激烈。外资品牌采用高举高打的方式，前期不计亏损，投入大量费用进行宣传，通过强大的营销攻势迅速占领 6 元以上的高端牙膏市场。
- 由于中国渠道体系的复杂性，进入之初高露洁和佳洁士主要运作一二线城市和商超渠道，将高价位的牙膏卖给中国大城市中最先接触外资品牌的高端人群，树立专业、优质的高端品牌形象。如高露洁广告中经常会出现一位身穿白大褂的牙医，教导人们正确防治口腔问题，“我们的目标，没有蛀牙”，塑造“口腔护理专家”的品牌形象。本土品牌主要集中在低价位 2 元以下和中等价位 3-5 元牙膏市场，面向普通人群、三四线城市和农村市场。此时，本土品牌和外资品牌尚能各安其位，没有大规模直接竞争。
- 经过一段时间的适应，外资品牌开始发力中低端大众市场，以高端品牌形象向下延伸。高露洁率先改变配方，采用本地供应商，降低成本和价格，推出二线品牌“高露洁超强”，市场份额迅速扩大，从 1995 年市场份额不足 2% 到 2001 年以后成为行业第一。佳洁士紧缩其后，推出迎合中国消费者喜好的天然系列-草本水晶和盐白牙膏，价格低至 3.9 元，直击本土品牌固守的草本牙膏和中低端市场。同时随着现代商业的发达，商超渠道日渐成为牙膏行业的主流渠道，更是助推外资品牌在牙膏市场开疆拓土、高歌猛进。
- 本土品牌多年固守中低端市场，面对外资品牌的冲击，一方面品牌升级无力，另一方面低价带来的微薄利润无法支持大规模营销投入。原有的大流通渠道在商超渠道崛起后，其渠道优势也被侵蚀。蓝天六必治、芳草（后被两面针收购）、小白兔等昔日国产名牌整体陷入颓势。

图表 22：本土品牌市占率不断下降



- 在激烈的竞争下，曾今的本土第一品牌两面针面临相同的窘境，产品主要集中在中低价位，近 70% 的销售额来自单位售价 1.96 元的强效中药牙膏。2000 年前后，两面针销售部门已经明显觉察到牙膏销售回款能力下降，销售额的增长在很多时候必须靠杀价和对经销商的高额让利来实现。
- 2001 年两面针牙膏销售收入 3.86 亿元，比上一年仅上升 5.5%。2004 年上市当年两面针牙膏销售收入 2.92 亿元，较前一年下滑 34%。

图表 23：2001 年两面针牙膏产品系列和销售情况

系列	档次	单位售价（支）	销售额（万元）	销售额占比
金银花牙膏	低端	0.98	2,430	7%
强效中药牙膏	中端	1.96	25,350	69%
洁白、全能、护理牙膏	中高端	2.25	8,401	23%
亿康牙膏	高端	7.68	300	1%
合计			36,481	100%

，公司公告

收购持续亏损的柳江造纸厂，拖累业绩

- 2008 年柳州化工总经理马朝梅上任，马总在化工行业工作多年，没有消费品行业经验。在马总任上，两面针继续大力发展多元化，高调进军口腔护理、洗涤用品、旅游用品、生活纸品、医药、精细化工、制浆造纸和房地产八大产业。
- 2009 年两面针在政府的指导下接收了亏损累累的柳江造纸厂。成立于 1968 年的柳江造纸厂，在收购前 2005 年-2007 年净利润分别为-817.2 万元、-1541.92 万元、-3364.36 万元。收购之后公司投入 2.6 亿元巨资对纸厂进行技改，但纸厂原料成本高、人员包袱重，收购技改后继续年年亏损，2012/2013 年亏损 5309/6567 万元。
- 在外部竞争加剧的重压下，公司经营每况愈下，两面针品牌牙膏收入不

到顶峰时一半，市场份额萎缩到 1.6%，产品鲜见踪迹。

启示录：牙膏行业是金矿，值得掘金

- 牙膏看似一个“小行业”，但牛股辈出。海外口腔护理巨头高露洁市值 580 亿美金，利润率长期保持在 12%-15%，市盈率中轴长期保持 25 倍左右。
- 国内老的牙膏品牌在外资的持续挤压下，一部分已经消失，一部分被收购，生存下来的品牌并不多。但从云南白药、舒客的成功经历和田七牙膏、百雀羚等的复兴历史来看，良好的品牌基础、好的机制和资金注入是其成功的先决条件。
- 本土企业如何做？未来我们认为不同的本土企业在口腔护理领域发展有不同的方法与策略。但在经营上通过提升产品专业化水平的同时推动渠道的区域扩张，从单一细分品类、区域渠道向全市场、全品类递进则是本土口腔护理龙头企业取得成功的不二法则。这方面云南白药采用单一牙膏向细分领域（如中药去烟渍、牙刷等）扩展。而不具备白药禀赋的舒克，则通过大规模拓展非牙膏、牙刷等行业非核心品类（漱口水、牙线）树立专业形象，实现品牌区隔，突围。

投资建议：推荐云南白药和重新聚焦主业的两面针

- 我们预计云南白药从医药成功跨界到牙膏，其未来必能通过白药、牙膏的成功带动多领域的持续发展。
- 两面针有良好的品牌基础，定增使公司战略转向重新聚焦牙膏主业。最近推出高端“消痛”系列牙膏和后续新品若能紧紧扣住本身的优势和细分品类这 2 条成长主线，未来如果做好营销工作，其品牌复兴将是一个逐步实现的过程。
- 我们预计两面针 2014-2015 年收入分别为 14.26 亿元、17.16 亿元，同比增长 12.45%、20.32%；净利润为 0.34 亿元、0.67 亿元，244.09%、100.54%，对应 EPS 为 0.07 元、0.15 元。维持“增持”评级。

图表 24：行业重点公司估值表

名称	代码	总股本（百万股）	总市值（百万）	最新	EPS（元）				PE				评级
				股价（元）	2012	2013	2014E	2015E	2012	2013	2014E	2015E	
两面针	600249.SH	450	2205	4.9	0.04	0.02	0.07	0.15	263	527	150	70	增持
云南白药	603288.SH	694	59677.06	85.99	2.28	3.34	3.53	4.37	31	21	20	16	无

，wind（云南白药盈利预测来源 wind 市场一致预期）

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上