

# Q1 业绩符合预期，抗敏感龙头持续发力

## 登康口腔(001328)

### 事件概述

公司发布 2023 年一季报，报告期内公司实现营收 3.43 亿元，同比+10.65%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比+13.54%；实现扣非净利润 0.28 亿元，同比+13.32%。现金流方面，经营活动产生的现金流量净额为 0.04 亿元，比去年同期+107.64%，主要系本期收到的贷款增加以及相应经营性支出减少所致。

### 分析判断：

#### ► 收入端：营收端保持稳定增长

2023 年 Q1，公司实现营收 3.43 亿元，同比+10.65%，公司凭借成人领域“冷酸灵”、儿童领域“贝乐乐”、高端领域“医研”和“萌芽”等多领域品牌布局把握市场发展先机，而公司核心品牌冷酸灵通过持续研发投入和围绕场景创新，把产品力作为品牌发展根基；同时，公司通过国民节日营销、国潮 IP 联名以及代言人年轻化等营销策略，把营销力作为品牌发展动力，从而赋予品牌新活力，品牌知名度不断获得市场认可。

#### ► 利润端：毛利率有所上升，期间费用率略有上升

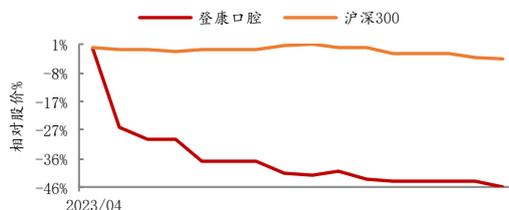
盈利能力方面来看：2023 年 Q1，公司实现毛利率 41.26%，同比+0.58pct；公司实现净利率 9.42%，同比+0.24pct，盈利能力实现进一步提升。费用端来看：2023 年 Q1，公司期间费用率为 29.75%，同比提升了 0.27pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 23.05%、4.11%、-0.51%，同比-0.45pct、+0.15pct、+0.40pct。公司研发费用率同比上升了 0.17pct 至 3.09%，公司作为行业抗敏感牙膏领导者，持续加大研发投入，积极布局了抗敏感 3.0 技术矩阵，打造了以抗牙齿敏感技术为核心的“1+X”核心技术壁垒，为加强医院渠道合作奠定了坚实的技术背书。

### 投资建议

从行业角度来看：公司身处拥有庞大消费群体和未来增长潜力巨大的中国口腔清洁护理市场，可发展前景广阔。同时，公司在抗敏感细分领域线下市场常年占据第一，未来有望跟随抗敏感细分领域未来渗透率的进一步提升而优先享受行业发展红利。从公司角度来看：公司通过线上线下双渠道协同发展提质增效，我们看好公司未来营收能力保持强劲；公司积极布局高端领域市场和发力口腔医疗与口腔美容，为公司未来进军口腔大健康产业奠定了有利基础，未来可期。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 15.41/18.27/21.36 亿元，EPS 分别为 0.92/1.10/1.30 元，对应 2023 年 4 月 25 日收盘价 30.80 元/股，PE 分别为 33.34/27.90/23.75 倍，给予“买入”评级。

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	暂未评级
目标价格：	
最新收盘价：	30.8
股票代码：	001328
52 周最高价/最低价：	65.0/30.51
总市值(亿)	53.03
自由流通市值(亿)	12.99
自由流通股数(百万)	42.18



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

研究助理：宋妹旺

邮箱：songsw@hx168.com.cn

### 相关研究

1. 登康口腔深度报告：牙齿敏感护理专家，迈向大口腔健康。2023.03.20

## 风险提示

1) 行业竞争加剧；2) 渠道推进不及预期；3) 营销模式不受市场认可。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,143	1,313	1,541	1,827	2,136
YoY (%)	11.0%	14.9%	17.3%	18.6%	16.9%
归母净利润(百万元)	119	135	159	190	223
YoY (%)	24.8%	13.3%	18.1%	19.5%	17.5%
毛利率 (%)	42.1%	40.5%	41.3%	42.4%	43.3%
每股收益 (元)	0.92	1.04	0.92	1.10	1.30
ROE	23.4%	24.8%	10.4%	11.1%	11.5%
市盈率	33.48	29.62	33.34	27.90	23.75

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. Q1 公司收入端保持稳健增长 .....	4
2. Q1 毛利率有所上升，期间费用率略有上升 .....	4
3. 盈利预测及投资建议 .....	5
4. 风险提示 .....	6

## 图表目录

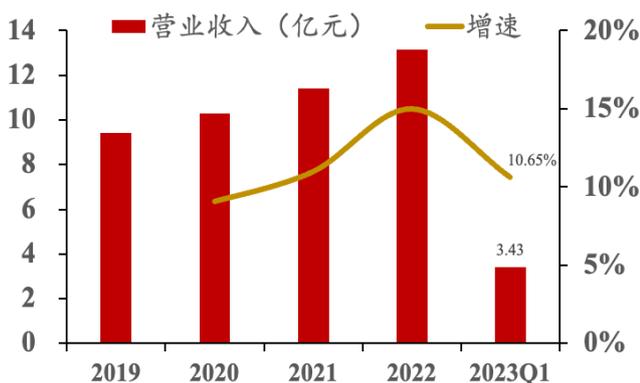
图 1 公司历年收入及增速 .....	4
图 2 公司历年归母净利润及增速 .....	4
图 3 公司历年毛利率和净利率 .....	5
图 4 公司历年各项费用率 .....	5
图 5 盈利预测（百万元） .....	6
图 6 可比公司估值表 .....	6

## 1. Q1 公司收入端保持稳健增长

公司行业地位领先，据其招股说明书显示，凭借冷酸灵牙膏的强大品牌能力，占公司主营业务约 85% 的牙膏产品在线下销售额和销售量均位居行业前四。同时，核心牙膏类产品近年来的量价齐升以及电动口腔护理产品和口腔医疗与美容护理产品逐渐开始发力，推动公司营收稳定向上。2019-2022 年，公司实现营业收入 9.44/10.30/11.43/13.13 亿元，增速分别为 9.1%/11.0%/15.0%；公司通过持续加码高毛利的儿童领域市场，积极调整主营业务结构，2019-2022 年，公司实现归母净利润 0.63/0.95/1.19/1.35 亿元，增速分别为 50.8%/25.0%/13.3%。

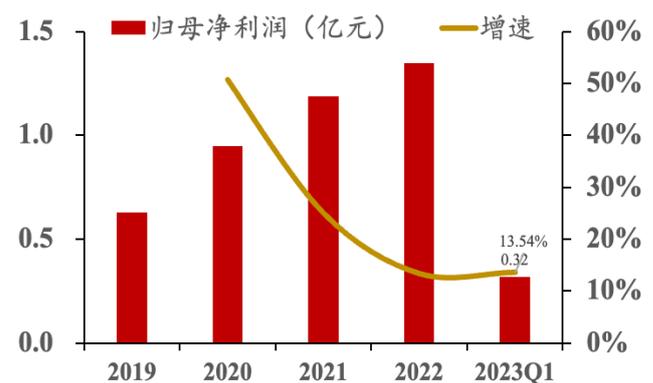
公司发布 2023 年一季报，报告期内公司实现营收 3.43 亿元，同比+10.65%；实现归母净利润 0.32 亿元，同比+13.54%；实现扣非净利润 0.28 亿元，同比+13.32%。公司凭借成人领域“冷酸灵”、儿童领域“贝乐乐”、高端领域“医研”和“萌芽”等多领域品牌布局把握市场发展先机，而公司核心品牌冷酸灵通过持续研发投入和围绕场景创新，把产品力作为品牌发展根基；同时，公司通过国民节日营销、国潮 IP 联名以及代言人年轻化等营销策略，把营销力作为品牌发展动力，从而赋予品牌新活力，品牌知名度不断获得市场认可，营收端延续稳定增长态势。

图 1 公司历年收入及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司历年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

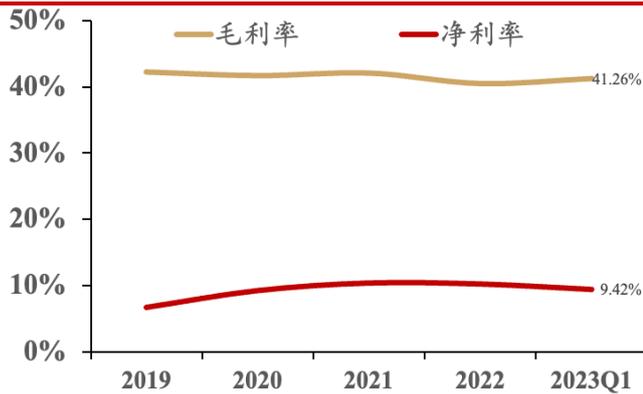
## 2. Q1 毛利率有所上升，期间费用率略有上升

**毛利端：**2019-2022 年，公司主营业务毛利率分别为 42.2%/41.7%/42.1%/40.5%；其中，成人牙膏和儿童牙膏毛利率位居公司产品前列，2019-2021 年均分别保持 39% 和 59% 以上的行业领先水平，牙膏类别产品合计毛利贡献超过 89%。**净利率：**受益于毛利率较高的儿童口腔护理产品营收占比日益扩大以及公司期间费用管控较好，2019-2022 年，公司净利率呈现上升趋势，2022 年达 10.25%。**费用端：**2019-2022 年，公司费用占营收比例分别为 36.3%/32.0%/31.0%/30.5%，整体呈现下降趋势。其中，销售费用占比最高，主要系随着销售规模增长，公司在促销费用和广告宣传费用方面的支出力度相应加大以支持公司渠道建设以及品牌推广；2019-2022 年，公司管理费用率保持稳定且低于同行可比公司，主要系公司于 2020 年末成立第一家子公司登康科技，子公司数相较其他可比公司较少，所需支付的管理人员薪酬、办公差旅费相对更低；同时，公司研发费用保持稳定增长，研发费用率处在同行可比公司前列，有利于进一步夯实公司的研发能力，为未来公司产品推陈出新保驾护航。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

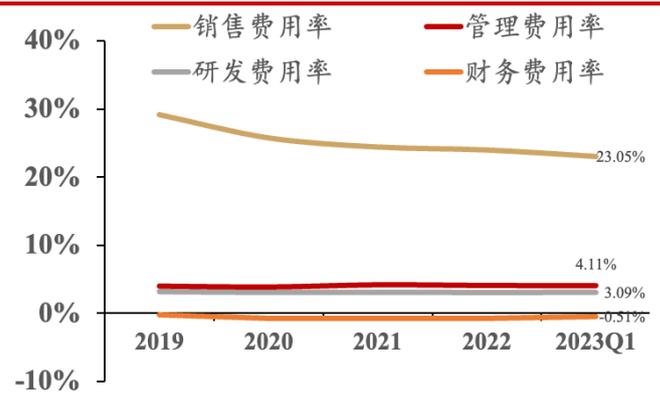
2023 年 Q1，公司实现毛利率 41.26%，同比+0.58pct；公司实现净利率 9.42%，同比+0.24pct，盈利能力实现进一步提升。费用端来看：2023 年 Q1，公司期间费用率为 29.75%，同比提升了 0.27pct。其中销售/管理/财务费用率分别为 23.05%、4.11%、-0.51%，同比-0.45pct、+0.15pct、+0.40pct。公司研发费用率同比上升了 0.17pct 至 3.09%，公司作为行业抗敏感牙膏领导者，持续加大研发投入，积极布局了抗敏感 3.0 技术矩阵，打造了以抗牙齿敏感技术为核心的“1+X”核心技术壁垒，为加强医院渠道合作奠定了坚实的技术背书。

图 3 公司历年毛利率和净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司历年各项费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3. 盈利预测及投资建议

基本假设：

**从行业角度来看：**公司身处拥有庞大消费群体和未来增长潜力巨大的中国口腔清洁护理市场，可发展前景广阔。同时，公司在抗敏感细分领域线下市场常年占据第一，未来有望跟随抗敏感细分领域未来渗透率的进一步提升而优先享受行业发展红利。**从公司角度来看：**公司通过线上线下双渠道协同发展提质增效，我们看好公司未来营收能力保持强劲；公司积极布局高端领域市场和发力口腔医疗与口腔美容，为公司未来进军口腔大健康产业奠定了有利基础，未来可期。因此，我们认为公司 2023-2025 年营收和利润将保持双位数成长。

**费用端：**随着公司计划使用所募集资金的 56.1%加强渠道升级和品牌的营销推广，后续销售费用将有明显上升；管理费用率随着公司管控能力逐渐加强，将有小幅下滑；公司重视研发投入，预计研发费用率将有合理的增长。

根据以上假设，我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 15.41/18.27/21.36 亿元，EPS 分别为 0.92/1.10/1.30 元，对应 2023 年 4 月 25 日收盘价 30.80 元/股，PE 分别为 33.34/27.90/23.75 倍，给予“买入”评级。

图 5 盈利预测 (百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	943.91	1029.59	1142.52	1314.17	1540.93	1826.86	2136.30
yoy		9.08%	10.97%	15.02%	17.25%	18.56%	16.94%
毛利率	42.26%	41.71%	42.10%	40.52%	41.32%	42.42%	43.32%
成人牙膏	773.46	841.80	899.52	1026.13	1184.57	1367.46	1527.32
yoy		8.84%	6.86%	14.08%	15.44%	15.44%	11.69%
毛利率	39.79%	42.37%	42.64%	41.10%	41.80%	43.00%	44.00%
成人牙刷	112.78	105.24	126.64	143.84	161.49	179.54	195.95
yoy		-6.69%	20.33%	13.58%	12.27%	11.18%	9.14%
毛利率	23.08%	27.17%	29.03%	30.00%	30.70%	31.00%	31.50%
儿童牙膏	40.71	60.32	74.53	86.85	102.87	128.39	156.04
yoy		48.17%	23.56%	16.53%	18.45%	24.80%	21.54%
毛利率	60.80%	61.12%	59.87%	53.00%	57.00%	59.00%	60.00%
儿童牙刷	12.39	13.21	23.85	28.53	31.74	35.12	39.05
yoy		6.62%	80.55%	19.62%	11.24%	10.67%	11.18%
毛利率	27.53%	30.37%	39.81%	41.00%	42.00%	42.50%	43.00%
电动口腔护理产品	2.03	3.82	6.66	9.99	24.98	54.95	109.89
yoy		88.18%	74.35%	50.00%	150.00%	120.00%	100.00%
毛利率	57.64%	35.60%	35.29%	30.00%	31.00%	32.00%	35.00%
口腔医疗与美容护理产品等产品	0.29	3.15	8.91	16.04	32.08	57.74	103.93
yoy		986.21%	182.86%	80.00%	100.00%	80.00%	80.00%
毛利率	17.24%	32.38%	36.48%	36.00%	35.00%	38.00%	40.00%
其他业务	2.25	2.05	2.41	2.80	3.21	3.67	4.12
yoy		-8.89%	17.56%	16.00%	15.00%	14.00%	12.50%
毛利率	51.56%	46.34%	42.32%	40.00%	35.00%	30.00%	30.00%

资料来源: wind, 华西证券研究所

图 6 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	EPS (元)			PE (倍)				
		2023/4/25	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
云南白药	000538.SZ	53.86	1.67	2.29	2.58	2.93	32.25	23.55	20.89	18.41
珀莱雅	603605.SH	165.15	2.88	3.66	4.62	5.77	57.34	45.14	35.77	28.60
贝泰妮	300957.SZ	107.91	2.48	3.14	4.00	5.00	43.51	34.38	27.00	21.57
平均值			2.34	3.03	3.73	4.57	44.37	34.36	27.89	22.86
登康口腔	001328.SZ	30.80	1.04	0.92	1.10	1.30	29.62	33.34	27.90	23.75

资料来源: wind, 华西证券研究所 (wind 一致预期)

## 4. 风险提示

1) 行业竞争加剧: 新锐势力的不断加入加剧市场竞争, 公司市场份额或将受到影响。2) 渠道推进不及预期: 若公司线上线下渠道投入与产出不成正比, 有可能影响公司产品的销售。3) 营销模式不受市场认可: 若公司品牌推广合作市场见效较小, 有可能影响公司的品牌渗透率。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,313	1,541	1,827	2,136	净利润	135	159	190	223
YoY (%)	14.9%	17.3%	18.6%	16.9%	折旧和摊销	10	16	18	20
营业成本	781	904	1,052	1,211	营运资金变动	-59	-12	-9	-2
营业税金及附加	9	13	16	18	经营活动现金流	84	152	193	234
销售费用	315	382	462	549	资本开支	-54	-81	-101	-111
管理费用	54	62	71	81	投资	-18	-16	-16	-16
财务费用	-10	-5	-23	-25	投资活动现金流	107	-82	-109	-117
研发费用	40	48	58	70	股权募资	0	826	0	0
资产减值损失	-4	-2	-2	-2	债务募资	0	0	0	0
投资收益	3	15	9	11	筹资活动现金流	-103	826	0	0
营业利润	145	181	216	255	现金净流量	87	895	85	118
营业外收支	1	-1	-1	-1					
利润总额	146	180	215	254	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
所得税	11	21	25	30	<b>成长能力</b>				
净利润	135	159	190	223	营业收入增长率	14.9%	17.3%	18.6%	16.9%
归属于母公司净利润	135	159	190	223	净利润增长率	13.3%	18.1%	19.5%	17.5%
YoY (%)	13.3%	18.1%	19.5%	17.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.04	0.92	1.10	1.30	毛利率	40.5%	41.3%	42.4%	43.3%
					净利率	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	13.2%	7.9%	8.4%	8.9%
货币资金	268	1,163	1,248	1,365	净资产收益率 ROE	24.8%	10.4%	11.1%	11.5%
预付款项	17	18	11	12	<b>偿债能力</b>				
存货	197	218	246	255	流动比率	1.71	3.95	3.89	4.06
其他流动资产	181	200	249	270	速动比率	<b>1.12</b>	<b>3.31</b>	<b>3.24</b>	<b>3.40</b>
流动资产合计	662	1,599	1,753	1,903	现金比率	0.69	2.88	2.77	2.91
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	46.7%	24.4%	23.9%	22.3%
固定资产	83	123	163	202	<b>经营效率</b>				
无形资产	16	25	34	43	总资产周转率	1.33	1.01	0.85	0.90
非流动资产合计	355	421	504	595	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,018	2,020	2,257	2,497	每股收益	1.04	0.92	1.10	1.30
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.20	8.87	9.97	11.27
应付账款及票据	181	196	242	262	每股经营现金流	0.65	0.88	1.12	1.36
其他流动负债	207	209	209	206	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	387	404	451	468	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	29.62	33.34	27.90	23.75
其他长期负债	88	88	88	88	PB	0.00	3.47	3.09	2.73
非流动负债合计	88	88	88	88					
负债合计	476	493	539	557					
股本	129	172	172	172					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	542	1,527	1,717	1,941					
负债和股东权益合计	1,018	2,020	2,257	2,497					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，10年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，8年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

宋姝旺：轻工行业助理分析师。2021年7月加入华西证券，悉尼大学金融学硕士，阿德莱德大学会计学学士。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。