

登康口腔深度报告（二）

产品专业抗敏，品牌历久弥新

华西证券轻工团队

2023年5月9日

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

前言

- 我们今年先后发布了登康口腔深度报告（一）：“牙齿敏感护理专家，迈向大口腔健康”以及口腔行业深度报告“牙膏赛道优质，国货品牌崛起”。从口腔护理行业的空间、竞争格局、主要参与者以及登康口腔的基本面等多个方面分析了登康口腔的投资价值。而本篇深度报告主要着重从**产品的功效性（研发）、品牌的年轻化、多元化和高端化（品牌和营销）以及渠道的护城河和拓展（渠道）**四个维度入手，详细解读为什么我们认为登康是具有长期竞争力的口腔护理龙头企业。

核心推荐逻辑

- **打造抗敏3.0技术矩阵，解决消费者痛点。**根据中华口腔医学会抽样调查的数据，我国牙本质敏感的患病率达到了32.1%，是一个较为普遍的口腔问题。登康针对国人的牙齿敏感问题及其常见诱因，研发打造出了包含预防牙齿敏感、缓解敏感症状并治疗牙本质敏感问题功效的全产品矩阵。产品涵盖了抗敏牙膏、抑菌膏和脱敏剂等多类产品。公司目前已参与20余项国家及行业标准的制修订，同时积极布局了抗敏 3.0 技术矩阵，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170项国内授权专利。**公司还与英国皇家工程院王文院士、重庆医科大学附属口腔医院、华西口腔医学院、华中科技大学生命科学与技术学院等高校和科研院所开展产学研医合作项目。**其中，与华西口腔医学院联合研发的生物活性陶瓷敏感修复创新技术能有效修复受损的牙本质，并以此技术为核心，打造医研高端产品系列，为公司产品进军高端领域，加强品牌建设方面提供有效的技术支撑。
- **大浪淘沙下乘国货崛起之风，品牌年轻化满足消费者情感需求。**随着中国经济实力增强、国内整体制造业创新能力的提升以及文化赋能下形成的文化自信，当下本土国货品牌崛起迅速，进口大牌的领先优势在快速消失。在这个过程中，国内的传统品牌也在慢慢“苏醒”，老字号品牌例如“北冰洋”、“回力鞋”等均在传承中创新，通过品牌年轻化找到企业发展的第二曲线。**“冷酸灵”作为行业中唯一一家成立于千禧年之前并且依然处于行业领先地位的民族品牌，历经行业几轮周期而不倒，充分印证了公司应对市场变化的能力。**进入互联网时代，“冷酸灵”通过创新营销方式在众多的新兴互联网平台刷新品牌存在感。并且与其他著名IP联合跨界营销，推出了网红“火锅牙膏”以及“新国潮”和“新国宝”两大产品系列。**2023年抖音平台上，“冷酸灵”的内容消费人群中18-23岁年龄段偏好度最高，TGI指数高达225.86。我们认为品牌已经逐步实现了“老一辈用的性价比牙膏”向“国货潮品”的转型过渡。**

核心推荐逻辑

- **品牌升级抢占消费者心智，多元化应对消费者痒点。** 牙膏市场的定价遵循了功效性牙膏价格普遍高于普通美白牙膏，而功效越强则价格越贵的规则。强功效还可以帮助品牌塑造消费理念，迅速占领消费者的心智。**我们认为“冷酸灵”作为抗敏龙头，说明了其产品定位清晰，品质有保障，而其定价也有进一步提升的空间。**在抗敏领域，“冷酸灵”目前拥有基础款、专研系列和医研系列，可以满足不同层级的消费者需求。在儿童口腔护理领域，“冷酸灵”也通过多种方法提高宝宝的刷牙动力，在满足维护宝宝口腔健康的基础需求的同时解决了部分宝宝不爱刷牙而对家长造成的附加问题。公司产品的多元化能有效应对消费者痒点，从而提高产品的附加值。而互联网的出现，让企业测试爆品的难度和成本不断降低，商家可以**根据大数据对消费者行为进行颗粒度更细的判断，再将互联网大数据和自己调研的小数据相结合，通过不断的小规模测试孵化爆品以及大单品，形成有效的方法论，持续为品牌带来营收和影响力，形成良好的正循环。**
- **卡位下沉市场，渠道多元并进全域协同。**冷酸灵目前并未将大城市作为主战场，从2023年抖音上“冷酸灵”的内容消费人群占比最高的依然是三线和四线城市，分别占比为23.12%和20.27%，北京和上海这样的一线大城市排名均相对靠后。体现了冷酸灵目前的战略定位依然是“农村包围城市”，而排名前5省份的占比为38.88%，也体现出其终端覆盖的广泛。针对最广阔的县域乡镇市场，公司以独特的县域开发模式打造了登康口腔在三四线市场的渠道壁垒，且已具备成熟的模式复制和推广能力，确保公司未来能够不断深耕三四线市场，持续获得中国城镇化发展的红利。同时，公司借助中心电商和兴趣电商两大线上平台，实现线上渠道收入的快速增长，2019-2021年均复合增长率达36.4%，并在互联网平台上不断提升自己品牌曝光度。参考珀莱雅的发展路径，**我们认为随着公司进一步加大资金布局，线上线下齐头并进，卡位下沉市场的同时进军中高端市场，公司市场地位有望持续提升。**

盈利预测

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：公司以强功效的产品力为基础，在国货崛起的背景下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。我们维持公司的盈利预测不变，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5月9日收盘价32.97元/股，PE分别为35.69/29.86/25.43倍，**维持“买入”评级。**

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。

图：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	35.84	31.70	35.69	29.86	25.43

本文核心框架

牙膏市场的定价遵循了功效性牙膏价格普遍高于普通美白牙膏，而功效越强则价格越贵的规则。强功效还可以帮助品牌塑造消费理念，迅速占领消费者的心智

在抗敏领域，“冷酸灵”目前拥有基础款、专研系列和医研系列，可以满足不同层级的消费者需求。在儿童口腔护理领域，“冷酸灵”也通过多种方法提高宝宝的刷牙动力。公司产品的多元化能有效应对消费者痒点，从而提高产品的附加值

我国牙本质敏感的患病率达到了32.1%

产品力突出的同时，还需要营销加持。互联网的出现，让企业测试爆品的难度和成本不断降低，商家可以根据大数据对消费者行为进行颗粒度更细的判断，通过不断的小规模测试孵化爆品以及大单品，形成有效的方法论，持续为品牌带来营收和影响力，形成良好的正循环

国货崛起的背景下，“冷酸灵”通过创新营销方式在众多的新兴互联网平台刷新品牌存在感。并且与其他著名IP联合跨界营销，推出了网红“火锅牙膏”以及“新国潮”和“新国宝”两大产品系列。2023年抖音平台上，“冷酸灵”的内容消费人群中18-23岁年龄段偏好度最高，TGI指数高达225.86

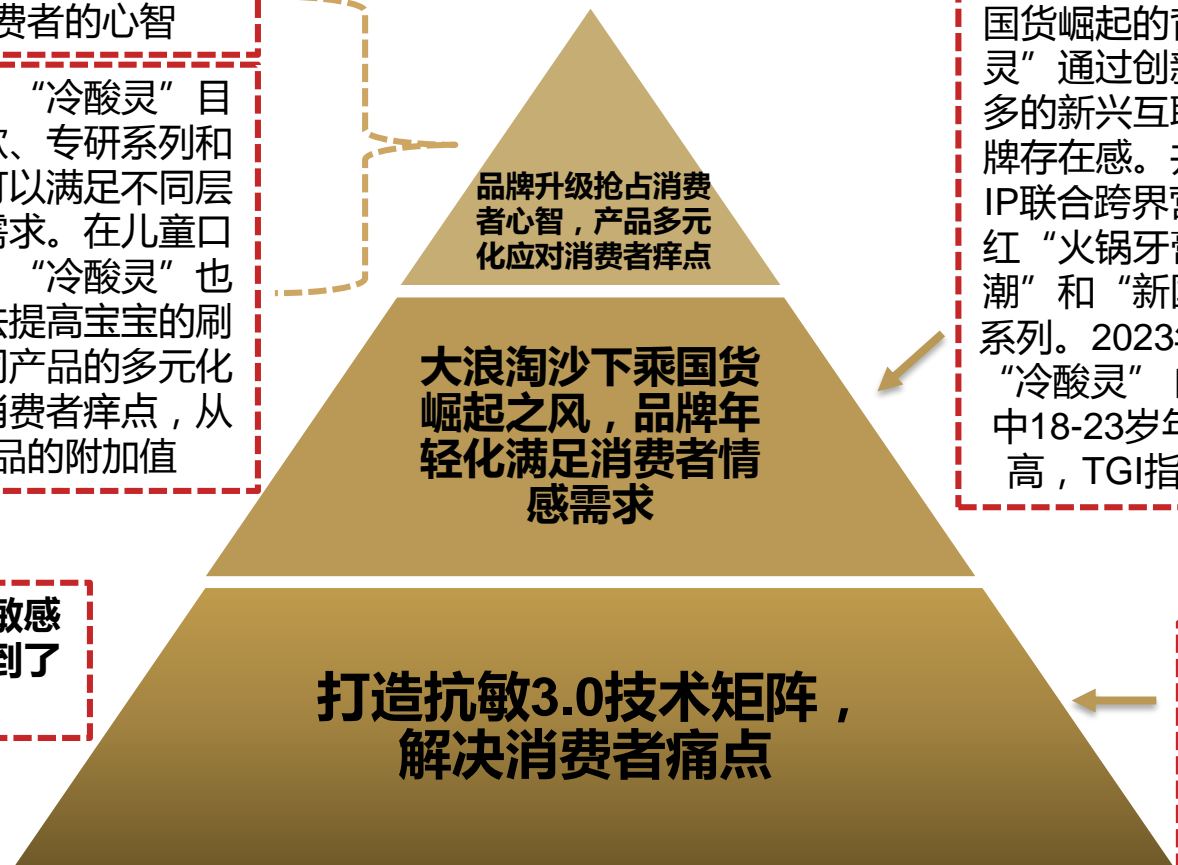
渠道端：卡位下沉市场，线上线齐发力，多元并进全域协同

2023年抖音上“冷酸灵”的内容消费人群占比最高的是三线和四线城市，分别占比为23.12%/20.27%，北京和上海这样的一线大城市排名均相对靠后。体现了冷酸灵目前的战略定位依然是“农村包围城市”，而排名前5省份的占比为38.88%，也体现出其终端覆盖的广泛

公司以独特的县域开发模式打造了登康口腔在三四线市场的渠道壁垒，且已具备成熟的模式复制和推广能力，确保公司未来能够不断深耕三四线市场，持续获得中国城镇化发展的红利

公司借助中心电商和兴趣电商两大线上平台，实现线上渠道收入的快速增长，2019-2021年均复合增长率达36.4%

登康积极布局抗敏3.0技术矩阵，并与众多高校和科研院所开展产学研医合作项目，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170项国内授权专利。针对国人的牙齿敏感问题及其常见诱因，研发打造出了包含预防牙齿敏感、缓解敏感症状并治疗牙本质敏感问题功效的全产品矩阵



目录

- 1：抗敏牙膏强功效** **强力抗敏，解决消费者痛点**
- 2：国货热潮正当时** **大浪淘沙，历久弥新**
- 3：高端市场潜力大** **品牌升级抢占消费者心智**
- 4：线上线下齐发力** **渠道多元进阶，全域协同提质增效**
- 5：投资建议**
- 6：风险提示**



01 抗敏牙膏强功效：

强力抗敏，解决消费者痛点

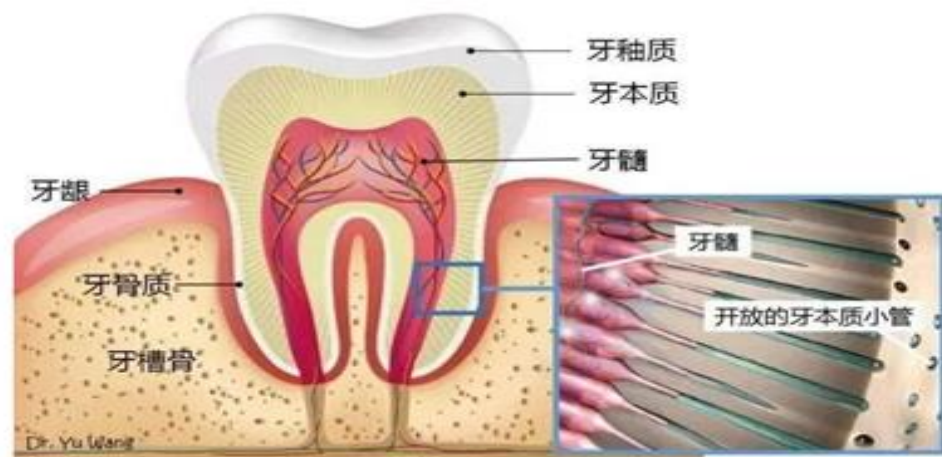
1.1 牙齿敏感病理成因

牙齿敏感在医学上的学名叫做牙本质敏感。牙齿从外到里是由牙釉质、牙本质、牙髓组成。牙釉质是身体最坚硬的部分，没有任何神经，承担咬合、咀嚼功能的主要部位。牙本质是硬质部分，内部密布牙本质小管，有神经，对外支撑牙釉质，对内保护牙髓。牙髓内主要包含神经，具有营养、感觉的能力，可以生成牙本质，是产生牙疼感觉得最主要部位。

当外界刺激应激到暴露于口腔内的牙本质时，牙本质小管内的液体流动加宽，从而刺激神经末梢产生疼痛。此时产生的疼痛症状便是牙本质敏感症状。牙本质暴露是牙本质敏感发生的必要条件。牙本质暴露往往釉质内碎的综合效果。牙本质暴露的因素主要有以下几种：

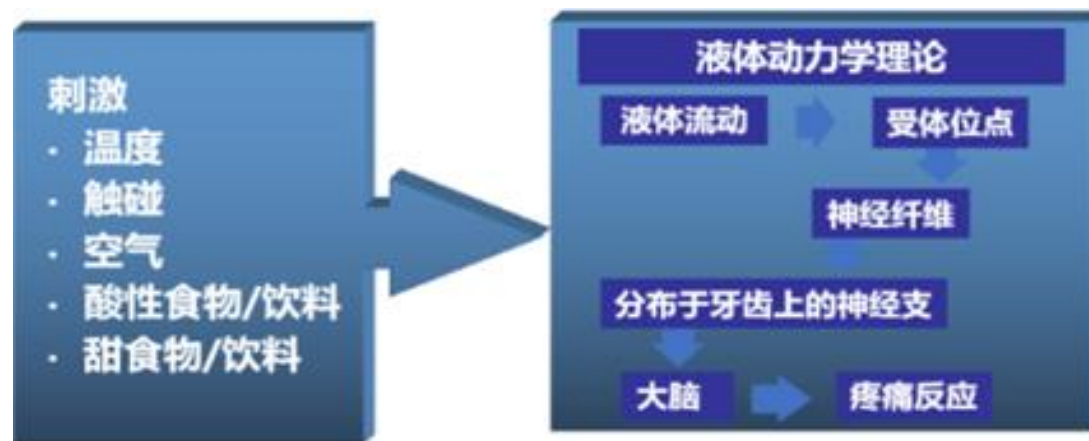
- 1. 牙龈退缩：**牙龈退缩是牙本质敏感最重要的因素之一，牙龈退缩后暴露的牙骨质薄且易磨损，导致牙本质暴露的速度更快、范围更广，外界刺激更容易通过开放的牙本质小管到达牙髓神经而引发牙齿刺痛感。**其中牙周病是导致牙龈退缩的最常见原因。**
- 2. 酸蚀症：**酸蚀症指在无细菌参与的情况下，接触牙面的酸或其螯合物化学性侵蚀牙面引起的一种病理的、慢性的牙体硬组织表层丧失。酸蚀症可引起牙釉质缺损、牙本质小管暴露，导致牙本质敏感，严重者甚至使牙髓暴露及牙齿折断。

图：牙齿构造



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：牙齿敏感原理图



资料来源：华西医院官网，华西证券研究所

1.1 牙齿敏感预防及治疗方法

根据牙本质暴露的主要因素，牙本质敏感的预防方法主要为通过戒除吸烟等不良习惯、保持良好的刷牙习惯等方法**保持牙周健康**，防止因牙周病导致由牙龈退缩造成的牙齿敏感以及通过在酸性食品饮料或是**牙膏中加入具有抗酸蚀的氟化物以及有助于牙齿再矿化的钙、磷等元素**来预防由酸蚀症造成的牙齿敏感。

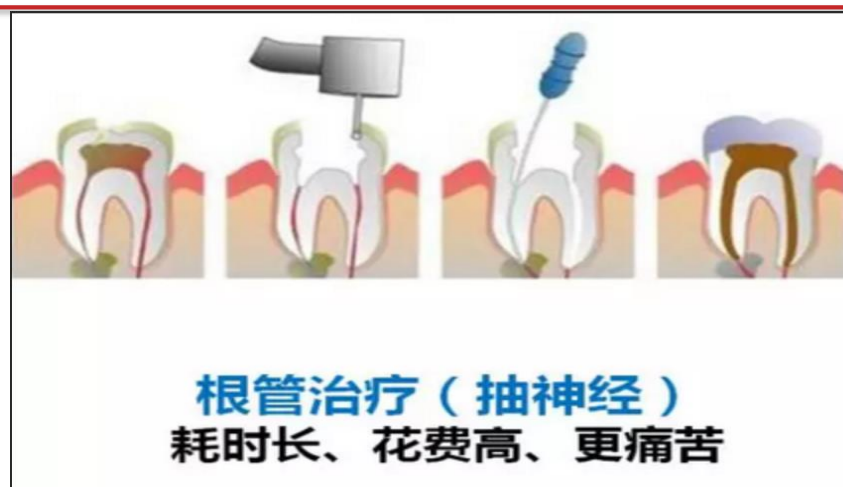
牙本质敏感的治疗原理主要有两点：一是封闭牙本质小管，减少或阻止小管液的流动；二是降低牙髓神经的反应性。治疗方式有多种，在症状较轻时的治疗方法为家庭护理，**如选用磨耗较小的抗过敏牙膏**，而在使用脱敏牙膏时，一般至少使用2~4周才能达到脱敏的效果，因此，**推荐连续使用**以维持疗效。如果家庭护理无效，则需要专业的口腔医生处理，比如进行微创脱敏治疗：利用亲水性树脂构成的粘结剂或由玻璃离子类构成的充填物材料填充在牙本质之中以起到封闭牙本质小管、治疗牙齿敏感的效果。如果长期出现严重的牙齿敏感症状，则需要采取如根管治疗、牙周手术等创伤性手术的方式进行治疗。

图：抗敏方法图



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：根管治疗原理图



资料来源：公开资料，华西证券研究所

1.2 牙齿敏感群体画像

在2008年和2009年，中华口腔医学会曾对我国北京等6个城市和8个市的农村地区的20~69岁居民做了随机抽样调查，结果显示：我国20~69岁成年人牙本质敏感的患病率是32.1%。**从城乡分布来看**，城市居民患病率略低于农村居民患病率。**从性别来看**，无论城市还是农村居民，女性患病率均显著高于男性。**从年龄分布来看**，50~59岁人群牙本质敏感的患病率最高，60~69岁组患病率也较高，而20~29岁组患病率最低，即年龄较大居民牙本质敏感患病率普遍较高。

牙本质敏感的患病情况受到年龄、饮食习惯、刷牙习惯、牙龈退缩和咀嚼习惯等因素的影响。**从年龄来看**，年龄增大是导致牙本质敏感患病率上升的一个因素，这是因为老年人牙齿磨损增加，牙龈退缩增多。**从饮食习惯来看**，由于蔗糖和酸性饮料可以使口腔环境变酸，酸蚀牙釉质，导致牙本质敏感，因此蔗糖和酸性饮料饮用更多的人更容易牙本质敏感患病。**从刷牙习惯与咀嚼习惯来看**，因为刷牙习惯、咀嚼习惯不良容易引发牙周状况状况不良进而导致牙本质暴露，出现牙本质敏感。具有不良的刷牙习惯，如过频繁、过大力或横刷牙的习惯的人往往会更容易出现牙本质敏感症状。而如果经常咀嚼骨头等过硬食物、使用单侧咀嚼等不良习惯的人也更容易患有牙本质敏感症状。

图：城乡及男女牙齿敏感比例

类别	受检人数	牙齿敏感	
		例数	百分比
城市	7939	2354	29.7%
农村	6843	2384	34.8%
男性	7423	1978	26.6%
女性	7359	2760	37.5%
合计	14782	4738	32.1%

资料来源：中国口腔健康发展报告，华西证券研究所

图：各年龄牙齿敏感人群比例

类别	受检人数	牙齿敏感	
		例数	百分比
20-29	2939	561	19.1%
30-39	2913	881	30.3%
40-49	3006	1035	34.4%
50-59	3023	1204	39.8%
60-69	2901	1057	36.4%
合计	14782	4738	32.1%

资料来源：中国口腔健康发展报告，华西证券研究所

1.3 抗敏牙膏的技术路径

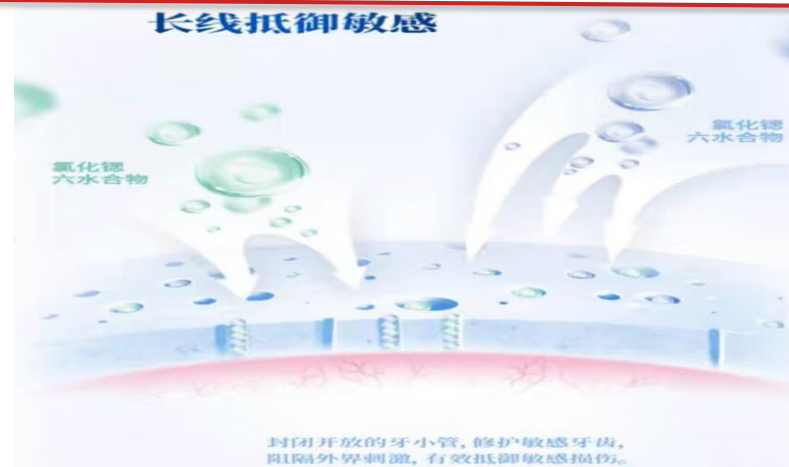
家用脱敏药物的作用机理主要是提高牙齿的抗酸能力，阻塞牙小管、抑制神经末梢的兴奋性，实现对牙本质敏感的有效抵抗。现阶段，市场中流通的抗牙本质敏感牙膏的主要成分是化学脱敏剂氯化锶、硝酸钾、氟化物的单一成分或它们的混合物。此外，丹皮酚及各类中药或生物提取物也被应用在抗敏牙膏之中。

氯化锶的抗过敏机理：牙釉质和牙本质均可吸收锶，锶与齿质中的碳酸钙作用生成碳酸锶，同时和牙本质的**羟基磷灰石**作用生成锶羟基磷灰石，锶羟基磷灰石沉积于牙小管壁**阻塞张开的牙小管**从而增强牙齿的抗酸能力。锶还可和牙本质中的其它有机物相结合(如氧合血红蛋白)。它能渗透到牙齿的深部，使牙齿硬组织的渗透性显著减少，而起抗酸脱敏作用。

硝酸钾的抗过敏机理：硝酸钾的结晶能**阻塞牙本质小管**，**降低牙本质的通透性**从而减少牙小管内的液体流动，并诱导修复性牙本质形成；同时钾离子可以**抑制神经末梢传导疼痛的信号**以达到缓解疼痛的目的。

氟化物的抗过敏机理：氟离子能减少牙小管的直径，从而减少液压传导化物，进而提高牙体组织的抗酸能力，抑制牙本质的酸溶解，防止更多的由牙本质暴露造成的牙小管开放，从而促进牙齿的再矿化。

图：氯化锶抗过敏效果图



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：氟化物抗过敏效果图



资料来源：公开资料，华西证券研究所

1.4 冷酸灵：技术储备与研发优势

核心技术优势突出：登康口腔积极布局了抗敏感 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；同时，公司已参与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170项国内授权专利。公司研发费用保持逐年上升趋势，研发费用率也处在同行可比公司前列，有利于进一步夯实公司领先的研发实力，为未来公司产品推陈出新保驾护航。

研发基础深厚：公司技术研发中心配备了专业的研发队伍，拥有药理学、化学等各个领域博士、海外创新人才、省部级创新人才 20 余人；技术研发中心设施设备齐全，拥有旋转流变仪、扫描电镜等高精尖科研仪器。

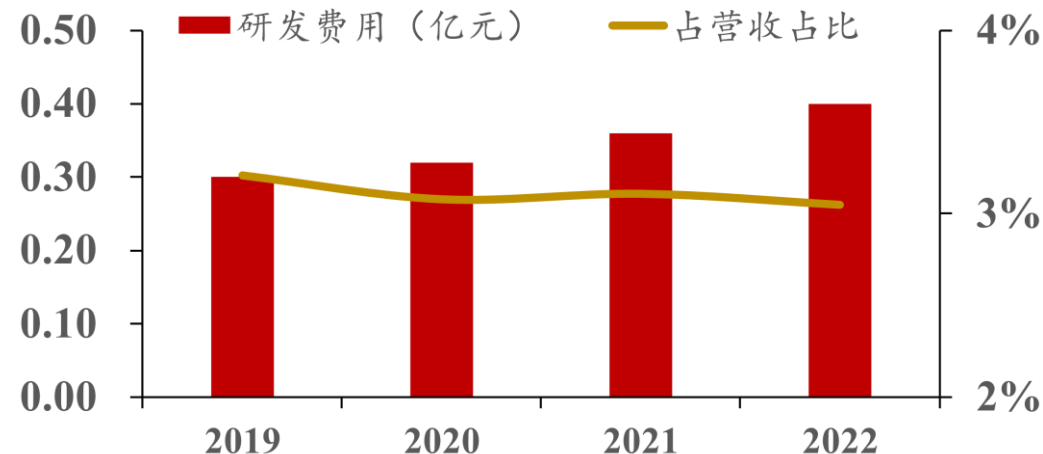
注重合作、成果斐然：根据公司招股书及投资者问答，公司已与**英国皇家工程院王文院士**合作建立了海智工作站并持续加深与学校的产学研国际合作；公司与**四川大学华西口腔医学院**合作十余年，合作研发出了以**生物活性陶瓷**这一抗敏感修复创新的**国家发明专利技术**为代表的多项成果；公司与**重庆医科大学附属口腔医院**联合研制，攻克高浓度硝酸钾与氯化锶的技术难点成功开发医研抗敏（即速60s™）牙膏；公司还与**华中科技大学生命科学与技术学院**等高校开展了多项产学研医合作项目。

图：公司抗敏感3.0技术矩阵

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
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，开创了“冷酸灵”中国第一个专业抗敏感牙膏品牌	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	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革新起到重要作用，获得国家轻工联合会科技进步奖

资料来源：登康口腔招股说明书，华西证券研究所

图：公司历年研发费用情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.4 冷酸灵：产品效果显著

公司针对国人的牙齿敏感问题及其常见诱因，研发打造出了包含预防牙齿敏感、缓解敏感症状并治疗牙本质敏感问题功效的全产品矩阵。产品涵盖了抗敏牙膏、抑菌膏、脱敏剂多类产品。

在牙齿敏感预防方面，公司打造的口腔抑菌膏产品通过有效清除口腔内部细菌的方式来保持口腔牙周健康并维持口腔酸碱平衡，对金色念球菌和大肠杆菌的抑菌率达到了99%。因此**可以有效预防牙周问题导致的牙龈退缩以及口腔酸碱性不稳定导致的酸蚀症**，从而有效预防牙齿敏感问题。公司的抗糖防龋牙膏由于其成分中含有多种**含氟化合物**，因此也可以有效预防酸蚀症导致的牙齿敏感问题。

在缓解牙齿敏感症状、解决牙齿敏感问题方面，公司推出了由**含钾盐和锶盐**的双重抗敏专利技术为支撑的双效抗敏牙膏与牙齿脱敏剂，产品经四川大学华西口腔医学院临床验证，**可以有效封堵牙小管、降低牙本质的通透性并降低牙神经疼痛信号传导**，其中脱敏剂在连续七天使用后，**牙小管封堵率可达70.97%，效果显著**。公司还以生物陶瓷材料技术为核心，打造了含有**锶化物、氟化物、羟基磷灰石**等成分的医研高端抗敏牙膏，该产品经过临床验证表明，该技术能有效**修复牙齿损伤，保护牙釉质**。

图：登康抗敏牙膏部分系列产品



资料来源：天猫，京东，华西证券研究所

图：登康抑菌膏、脱敏剂产品



资料来源：天猫，京东，华西证券研究所



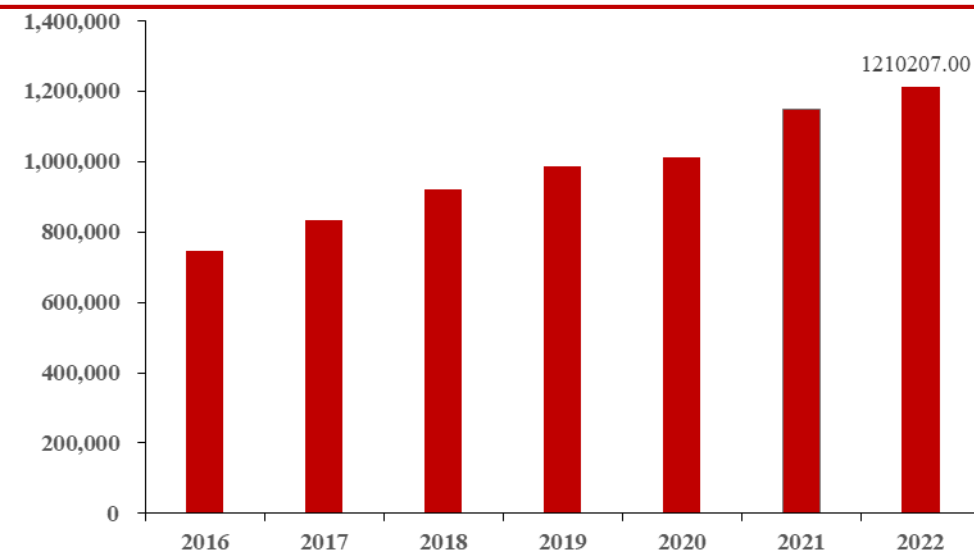
02 国货热潮正当时：

大浪淘沙，历久弥新

2.1 国货热潮：大国崛起引发消费者的归属需求

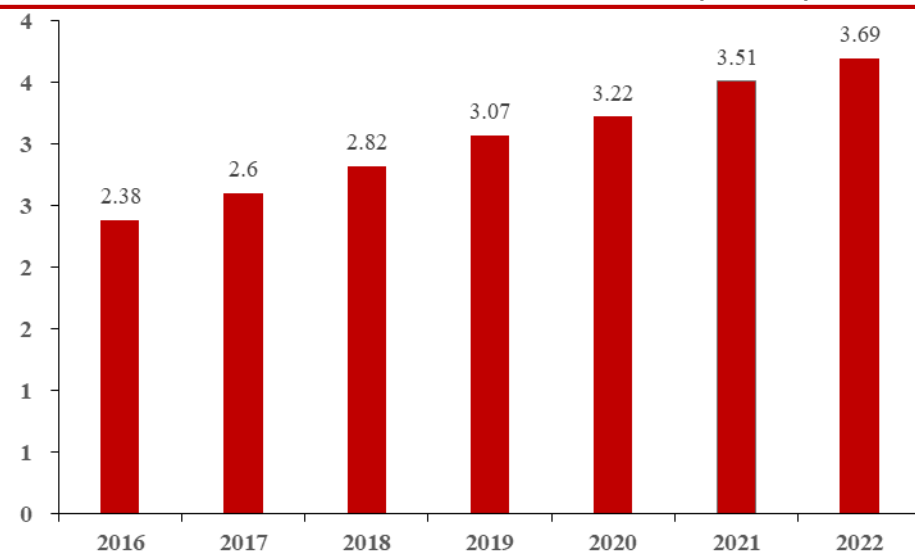
随着中国经济实力增强以及国内整体制造业创新能力提升，当下本土国货品牌崛起迅速，进口大牌的领先优势在快速消失。2020年中国经济运行持续稳定恢复，经济总量迈上百万亿元新台阶，2022年中国GDP突破120万亿元。同时，根据国家统计局统计数据，初步测算2021年世界人均GDP是1.21万美元左右，中国人均GDP按年均汇率折算为12551美元，我国已经超过了世界人均GDP水平。经济总量和人均水平持续提高，意味着我国的人民生活水平进一步提升以及国民消费水平的提升。根据国家统计局统计数据，2019-2022年全国居民人均可支配收入均突破3万元。目前，中国制造业正在经历技术变革和优化升级，提高质量、效率效益，促进我国制造业迈向全球价值链中高端。参考日本韩国等国家的发展历程，后发国家在赶超过程中，都会伴随本土品牌的崛起。国货当道与国潮涌动，也正是中国经济经历高速发展后向高质量发展转型的缩影。中国制造与中国产品正日益升级为中国创造与中国品牌，不断展现出大国崛起的新形象。

图：2016-2022年中国GDP（亿元）



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图：2016-2022年中国人均可支配收入（万元）

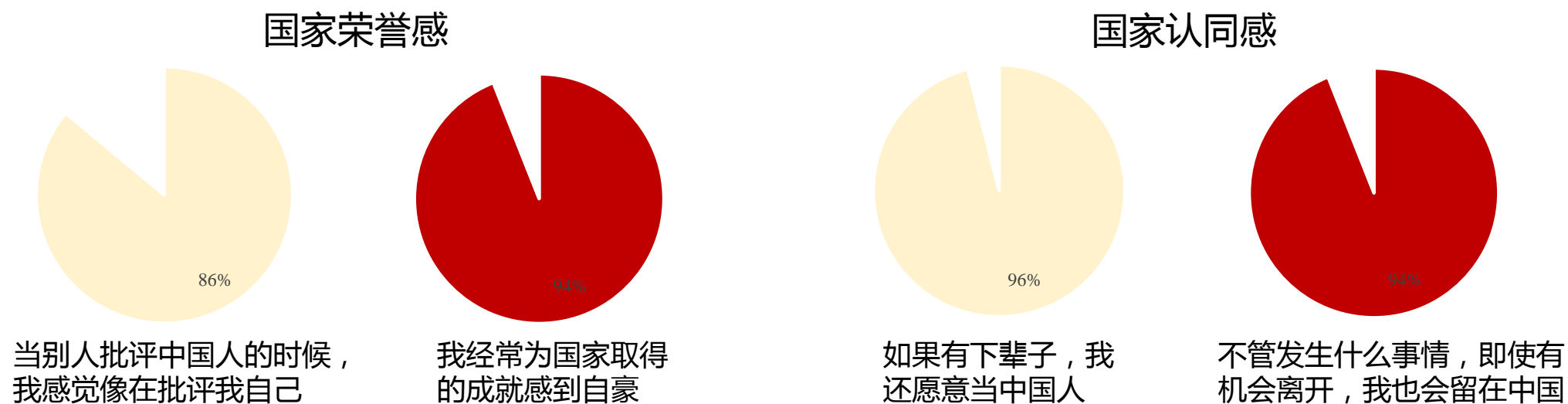


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2.1 国货热潮：大国崛起引发消费者的归属需求

据2021新国货白皮书问卷调研结果，2021年购买国货的人群占比超半成，较2020年上涨15.1%。而新华网和得物App在2022年6月发布的《国潮年轻消费报告》显示，相比同类进口产品，有近80%的消费者更偏好选择中国品牌。因为在“90后”“00后”成长的阶段，正是中国经济蓬勃发展的时期，本土品牌无论是从数量还是质量上，都在快速增长和提升，年轻消费者对本土品牌的信心更强。而年轻人从心底里认同中国传统文化的优越性，因此，融合了中国文化和价值观的国货产品，就很容易得到年轻人的接受。在**经济实力腾飞和文化赋能的双重作用下**，以90后和00后为代表的年轻人对国家和民族形成强烈认同，形成了高度的文化自信。因此相较于海外品牌，**国货品牌更能满足国内年轻消费者的归属需求**。在这个过程中，传统品牌也在慢慢“苏醒”，特别是一些老字号品牌在传承中创新，开始找到发展的“第二曲线”。

图：90后和00后国家荣誉感和认同感情况（单位：%）



2.2.1 国货老牌焕发新春：北冰洋

20世纪80年代，我国的汽水品牌正处于蓬勃发展的阶段，几乎每个省份都有自己独特的汽水品牌。例如，北京的北冰洋汽水、青岛的崂山可乐、重庆的天府可乐以及武汉的二厂汽水等，几乎成了城市标签。北冰洋汽水是国内本土汽水的代表品牌之一，1985年至1988年，北冰洋产值超过1亿元。然而，在1990年代中期，随着我国市场的不断开放，越来越多的外资企业入驻中国，众多外资品牌冲击了国内汽水市场。北冰洋的销量也出现了严重下滑，1999年彻底从市场上消失，品牌也被“雪藏”。直到2007年，北冰洋拿回了自己的品牌，经过重整于2011年底正式回归。北冰洋产品重启，重点在于“保持最初的味道和持续的气体释放”。而北冰洋的宣传语依旧是“你喝的只有汽水。我喝的是北冰洋。”**公司通过旧广告触发了年轻人的新情怀。**北冰洋汽水的重启，引起了老北京人的怀旧热潮，同时也唤起了新北京人追求新事物的好奇心。根据新浪财经报导，在重启两个月后，工厂便实现了盈利，在第二年，北冰洋销售100多万箱，销售额超过6000万。2018年，北冰洋的销售额达到了6亿元。无独有偶，时下爆火的汉口二厂汽水也是复刻了当年武汉二厂苏打水兑色素香精的口味，击中武汉群众的情感痛点，打响了知名度。随后再借助国潮风向而走红。

图：北冰洋宣传语



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：“二厂汽水”体验店成武汉新晋网红打卡地



资料来源：公开资料，华西证券研究所

2.2.2 国货老牌焕发新春：回力

曾经的回力鞋启蒙了70、80后对流行和时尚的最初感知，当时公司年销售额一度高达8亿元人民币，既是获得专业运动员认可的装备，亦是让寻常百姓都想悉心爱护的“潮”国货。改革开放后，国外大量知名品牌鞋涌进中国市场，成为了备受年轻人追捧的潮流新品，并通过更先进的功能以及更讲究的外观设计对回力进行降维打击。而回力则经历了从奢侈品到地摊货的低谷期，品牌老化、竞争对手冲击、销量持续下滑，回力鞋最后进行了破产重组。2008年，好莱坞男星奥兰多·布鲁姆脚上穿的一双“回力鞋”才让回力重新引起市场关注，回力公司也抓住奥运契机，与凤凰卫视合作开展了全国十大网站、四十家广播电台联播宣传回力品牌活动，同时许多国外运动员也对回力鞋大加赞扬。而伴随“国潮”、“复古潮”进一步流行，国内大牌明星也纷纷上脚回力。回力顺水推舟，重新回到大众视野，并再一次走红，通过农村包围城市路线，从二线区域慢慢走到一线区域。回力销量大增，由2008年不足1.5亿元迅速攀升至2013年6.1亿元。2012年，回力更是进驻电商，2018年回力的天猫旗舰店销售额已超过2亿，增长超过65倍，而在2019年“双11”期间，首次销售突破1亿元。

图：曾经的回力鞋



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：回力的“回天之力”系列



资料来源：公开资料，华西证券研究所

2.3 冷酸灵：大浪淘沙，历久弥新

登康口腔的前身，重庆牙膏厂是中国最早的四大牙膏生产企业之一。在20世纪80年代，公司邀请重庆口腔病医院的专家教授进行实地指导，通过科研攻关，改造素美牌氯化锶牙膏，推出了第一支氯化锶抗敏感牙膏，并取名为冷酸灵。冷酸灵品牌诞生了30余年，“**冷热酸甜 想吃就吃**”这句家喻户晓的slogan与直辖市重庆同岁。和大部分消费行业类似，改革开放之后，外资日化企业大举进攻国内市场，大部分产品力较弱的本土牙膏企业，很快被淘汰出局，高露洁和佳洁士的市占率一度超过50%。老牌国产牙膏品牌里，中华被联合利华收购，黑人被高露洁收购50%的股权，黑妹、两面针等也逐步淡出消费者的视野。而冷酸灵却凭借其独特的功能定位，并且牢牢把握住了下沉渠道，在外资品牌的竞争中生存下来，成为了唯一一家成立于千禧年之前并且依然处于行业领先地位的民族品牌。也杜绝了公司像许多其他民族品牌被外资品牌收购后一蹶不振的老路。

图：冷酸灵的前生素美牌牙膏



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：深入人心的冷酸灵广告



资料来源：公开资料，华西证券研究所

2.3 冷酸灵：大浪淘沙，历久弥新

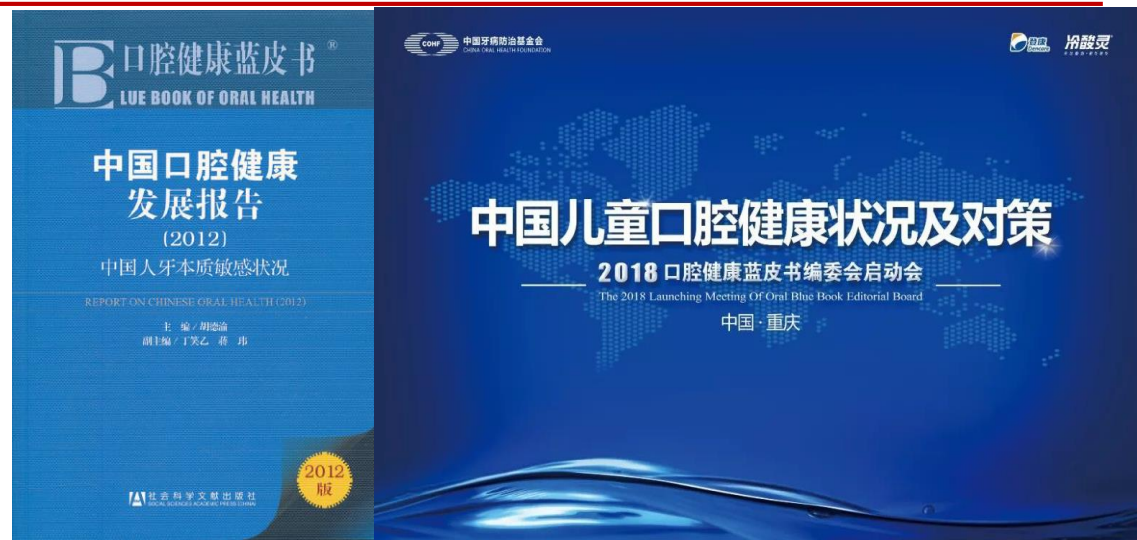
在2008年，全球销量领先的抗敏感牙膏**舒适达进入中国市场**，其背后是制药巨擘葛兰素史克。舒适达进入中国之后，抢占了国内抗敏牙膏的高端市场，对冷酸灵形成了冲击。根据《商业评论》的报道，当时冷酸灵在抗敏感品类中的占有率由原先的80%下降到了51%。舒适达采取的营销策略是配合专业牙医推荐，第一时间找到中华口腔医学会寻求合作，并渗透到各级医院的口腔科，获得牙医的推荐，直接接触到牙齿敏感的患者。**面临市场的挑战，冷酸灵与中华口腔医学会做了长时间的沟通，最终双方签订了战略合作协议，医学会派专家进驻公司指导科研工作，参与冷酸灵抗敏感研究中心的筹建，并与冷酸灵合作出版了中国第一本口腔健康蓝皮书。**医学会和医院的背书，让冷酸灵在抗敏感市场的份额重新回到60%以上。与舒适达的竞争，也让公司管理层更加注重企业的现代化管理。公司先后引入了负责品牌营销的国际奥美和数据调研的AC尼尔森，普华永道作为财务顾问，睿信致成作为管理顾问。同时，还引入SAP管理营销信息系统。在公关、物流管理等链条，也引入了国内外领先的企业。公司的管理能力和产品力均得到了提升，公司也成为了具备国际化视野的现代化企业。

图：冷酸灵的主要竞争对手舒适达



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：冷酸灵与中华口腔医学会合作出版的口腔健康蓝皮书



资料来源：《商界评论》，公开信息，华西证券研究所

2.3 冷酸灵：大浪淘沙，历久弥新

进入互联网时代，冷酸灵也面临品牌老化等问题。面对新问题，公司积极拥抱新事物，增强品牌活力。2016年开始，冷酸灵连续与草莓音乐节合作，独占“爱舞台”的黄金位置，并在音乐节现场打造签名墙。2017年春节，冷酸灵在腾讯QQ上开展“红包攻势”，还在人民日报头版做预热，并在春晚当中露出。新媒体+传统媒体的立体传播，影响了老中青三代人。2017年初，冷酸灵拿下了爱奇艺的暂停广告，恰逢《人民的名义》热播，淘宝店的流量增加了几百倍。《变形金刚5》播出后，冷酸灵的泵式牙膏“极地白”变形金刚电影珍藏版在电商平台上架。2019年，冷酸灵选择与火锅界的小龙坎合作，推出了“川渝微微辣、标准中辣度、传闻变态辣”三种口味的火锅牙膏，发售当天4000套的限量在11秒内就被抢光。同年，冷酸灵还推出了“新国潮”以及与中国国家博物馆合作的“新国宝”两大产品系列。公司还用快闪“牙膏博物馆”的形式，向外展示了登康80年的发展史，达到了品牌刷新存在感的目的。

图：2019年冷酸灵跨界营销火锅牙膏



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：冷酸灵新国宝牙膏系列展台



资料来源：首席创意官，华西证券研究所

2.3 冷酸灵：大浪淘沙，历久弥新

2023年，冷酸灵独家冠名了《“四海同春” 2023全球华侨华人春节大联欢》，“冷热酸甜，想吃就吃”通过此次华人春晚再次延续。冷酸灵也推出了新春短片《角儿》，故事主角“无畏生活的冷热酸甜”和冷酸灵的“无惧敏感”产生共鸣，加强了品牌与消费者的沟通。

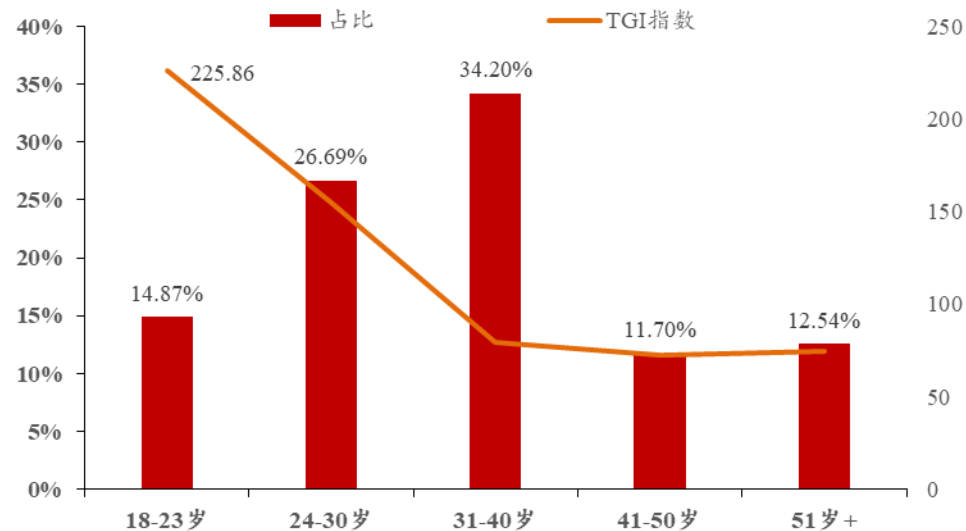
经过多年的努力，冷酸灵的年轻化程度明显更高。分析2023年抖音上对“冷酸灵”以及“舒适达”的内容消费人群的画像特征，从年龄分布可以看出，“冷酸灵”31-40岁年龄段占比最高达到了34.2%，但18-23岁年龄段偏好度最高，TGI指数高达225.86，而24-30岁年龄段的TGI指数也达到了154.94。“舒适达”同样是31-40岁年龄段占比最高达到了36.44%，但偏好度最高的年龄段是41-50岁，TGI指数为167.67，而其在18-23岁年龄段的TGI指数仅为110.88，24-30岁年龄段的TGI指数也只有111.46。

图：冷酸灵2023年推出新春短片《角儿》以及冠名华人春晚



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：2023年年轻消费者对“冷酸灵”偏好度更高



资料来源：巨量算数，华西证券研究所

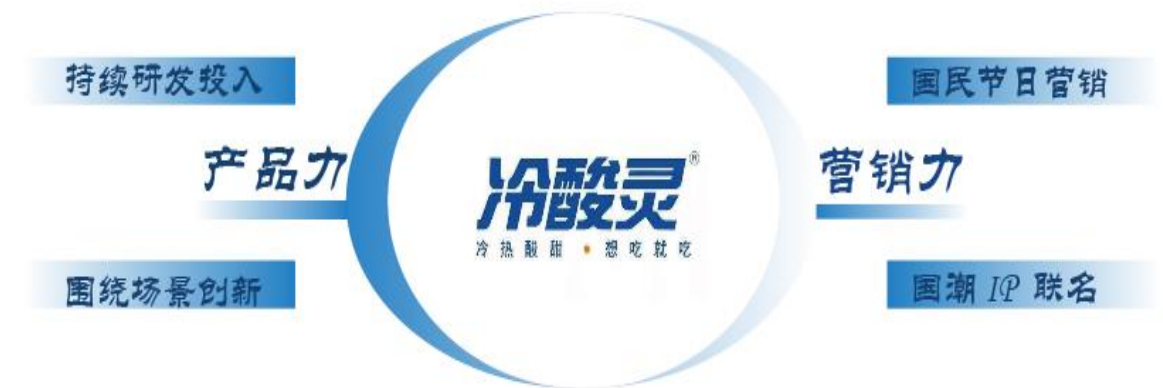
2.4 产品力+营销力= 品牌新活力

产品力：公司核心品牌冷酸灵凭借业内领先的抗牙齿敏感技术，在抗敏感牙膏细分市场长期占据行业领导地位；而作为国产品牌老字号，公司不断推出创新性产品，2019-2021年，冷酸灵推出火锅牙膏和猫爪刷等跨界合作产品，满足了消费者猎奇和追求高颜值的消费心里，提升了品牌竞争力。

营销力：公司携手抖音平台，情感交互吸引全民参与，相互合作发起为全国人民送福气、红包派发活动营造品牌温馨氛围；冷酸灵以民族文化为根基，以国为潮，打造国货新动能，跨界联合“马迭尔冰棍”、“小龙坎火锅”等知名IP品牌以及与中国国家博物馆进行合作，打造新“国宝”牙膏，丰富品牌标签，增加市场讨论度；继公司与吴秀波、孙俪、孙红雷等明星合作后，当前公司形象代言人为95后流量小生吴磊，凭借和年轻代言人合作，公司品牌更易融入于Z世代日常生活，实现品牌年轻化。公司创新整合营销传播矩阵和构建品牌代言人矩阵，大大提高了公司品牌知名度。

品牌新活力：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，实现“老一辈用的性价比牙膏”向“国货潮品”的转型过渡。

图：公司爆款SKU拆解



资料来源：2022抖音口腔护理行业爆款解码报告，华西证券研究所

图：公司节日营销、当前代言人、联名系列产品



资料来源：公司官网，公开资料，华西证券研究所



03 高端市场潜力大：

品牌升级抢占消费者心智，多元化满足消费者痒点

3.1 牙膏的定价规则：功效越强，价格越贵

经过多年的发展，国内牙膏的价格带范围已经扩大到10-120元，而同一品牌下能拥有覆盖高中低端的产品系列。以高露洁和好来为例，高露洁旗下的小苏打美白系列在京东上的零售价是13元/支（180g）。其余的火山泥系列、密集焕白系列等的零售价也在10-30元/支的价格区间。而高端的速感白系列在天猫上的零售价则为109.9元/支（85g），并强调3天白一度的强功效。而高露洁的功效牙膏氨基酸牙龈护理系列在天猫上的零售价则为39.9元/支（90g），主打减少牙结石形成的功效，其定价也高于同品牌旗下大部分的美白系列。好来旗下的大部分产品的价格分布于10-20元/支之间，而高端产品深导白系列的价格则为109元/支（100g），效果为4周提升牙齿3个美白色阶。而好来旗下的专研护龈 清火·五色植萃牙膏的零售价则为29.9元/支（120g），主打改善牙龈红肿的功效，价格也高于普通的美白牙膏。而主打功效性牙膏的舒适达，其价格最低的草本抗敏系列的单价约为28元/支（100g），价格最高的修复牙釉质系列单价约为58元/支（100g）。可见目前牙膏市场的定价遵循了功效性牙膏价格普遍高于普通牙膏，而功效越强价格越贵的规则。我们认为“冷酸灵”作为抗敏龙头，其定价有进一步提升的空间。

图：高露洁的氨基酸牙龈护理系列和高端速感白系列



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：好来的高端牙膏产品深导白系列和专研护龈清火系列



资料来源：公开资料，华西证券研究所

3.2 塑造消费理念，抢占消费者心智

强功能不仅仅在于能够提高售价，也能帮助品牌塑造消费理念，迅速占领消费者的心智。在外资品牌进入中国市场的初期，便瞄准了防蛀牙膏细分领域，并且以“氟”为核心技术，高调宣传“氟”概念，高露洁在每个牙膏盒上都印有“含氟牙膏”的字样，再通过以少年儿童做广告片的主角的差异化宣传，成功占领了消费者的心智。高露洁用两个贝壳做对比试验，用牙膏的贝壳在对比实验中没有被敲击成碎片的广告画面以及“我们的目标是没有蛀牙”的广告语深入人心。根据世界品牌实验室显示，为了推广其理念，高露洁每年全球的广告投入为1.8亿美元，在中国的广告费约为1亿元人民币。晚于高露洁进入中国市场的佳洁士则推出了“双氟”概念，并提出了“根部防蛀，全面保护”理念，企图进一步细分防蛀概念。经过两个品牌的努力，含氟牙膏一度成为专业牙膏的代名词。

云南白药牙膏则是云南白药在2004年研制成功投入市场。公司抓住了消费者的痛点，针对牙龈出血这个市场真空，推出了确实有止血的功效的产品，把防止牙龈出血就用云南白药的理念深深的植入了消费者的心里。同时公司将牙膏价格定位20元以上，主打高端策略，逐渐从高露洁和佳洁士手中抢回国产品牌曾经丢失的市场份额。

图：曾经家喻户晓的高露洁双氟加钙牙膏以及高露洁广告



资料来源：拼多多，公开资料，华西证券研究所

图：云南白药牙膏三大实效



资料来源：公开资料，华西证券研究所

3.3.1 高价单品策略：好益康

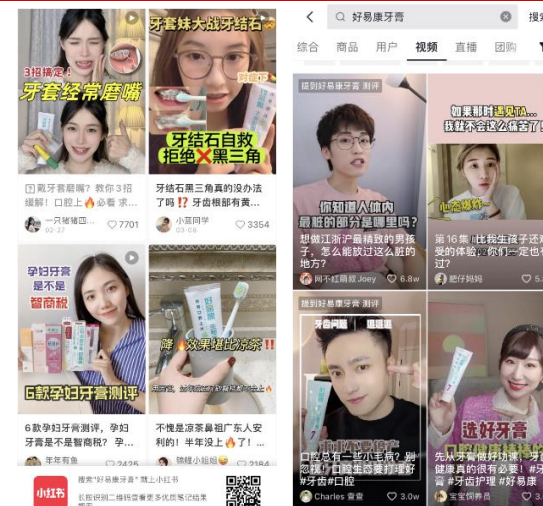
好易康品牌成立于2010年，其生物型牙膏强调解决“九大口腔问题”，根据品牌之家的信息，其由上海市口腔医学研究所等19家权威机构验证。公司不同系列产品的包装采用了同样的设计，但以数字1-9进行区分，每一个数字对应一个口腔问题。京东官方旗舰店零售价约为25-50元/支（120g），根据好品牌网的报导，公司年营收接近5亿元。2020年，公司公布了“打造生物牙膏第一品牌”的未来战略，以及“好易康=生物溶菌牙膏”的全新品牌定位，**强调“生物溶菌酶”概念**。“生物溶菌酶”概念类似人体唾液溶菌酶的生物活性蛋白，能够直接溶解口腔病菌的细胞壁，从而实现抑菌、平衡口腔菌群、提高免疫力，解决和预防一系列口腔疾病。公司还与分众达成战略合作，启动亿级品牌投放攻势。此外，公司也开始在抖音、小红书等新兴种草平台发布种草内容。

图：好易康在分众平台启动亿级品牌投放



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：好易康牙膏在抖音和小红书的种草内容



资料来源：小红书，抖音，华西证券研究所

图：包装颇具特色的好易康0-9号系列



资料来源：公开资料，华西证券研究所

3.3.2 互联网时代的爆品策略：海洋之风

2018年，老牌日化企业隆力奇旗下的新锐牙膏品牌海洋之风火爆全网。根据美妆网的报导，其单价68元的牙膏，曾经一个月的销售额超过了5000万元。各路明星以及各线网红主播纷纷夸其产品效果好。尤其在罗永浩直播间上线后，海洋之风直接爆卖12000支，并且一举冲到了各大平台牙膏榜单TOP1。公司的策略其实和大部分网红化妆品品牌一致，就是**卖点前置，从种草到电商的滚雪球营销**。公司强调品牌的**法文名字Avec Moi**，同时表示公司含有法国高端技术基因，研发水平比肩国际水准，在包装上海洋之风也贯彻简约大气的高端风格。其次，海洋之风**牢牢锁定益生菌这个概念**，称其作为媒介，形成口腔菌群平衡，才能有效解决口腔问题，并将此观念通过大量的**种草营销，植入消费者心智**。公司先在小红书投放5000篇种草软文，并持续在今日头条、微博等种草平台发力，最后通过抖音、微信朋友圈等线上渠道全力造势。通过种草内容引流至电商平台，形成一个从内容引流到购物收割的固定链条。公司再邀请到钢琴家朗朗作为代言人，塑造出品牌正面向上的良好形象。通过各种营销努力，海洋之风2019年的销售额达到了8亿。

不过经历流量爆发的浪潮之后，由于**公司的产品力跟不上，最终也导致了“爆品反噬”**，被消费者指责其虚假宣传。根据美妆网的报导，目前海洋之风的成绩处于行业中游位置，天猫月销量1万+，在牙膏热销榜上位居第16名。

图：海洋之风牙膏



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图：海洋之风小红书热门笔记



资料来源：公开资料，小红书，华西证券研究所

3.4 冷酸灵：定位清晰，品质保障

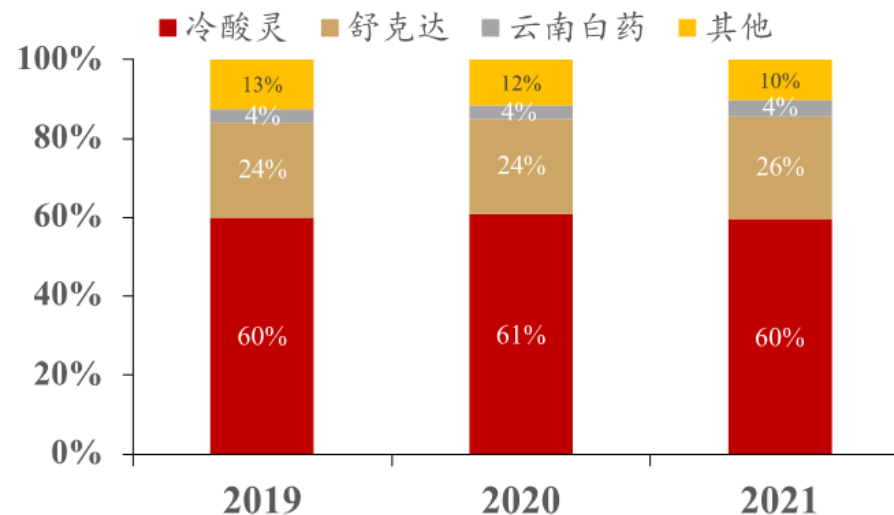
冷酸灵自1987年上市以来，核心亮点在于具备牙齿抗敏感保护作用。凭借多年的研发技术积累和精准的营销策略，冷酸灵一直在抗敏感牙膏领域受到大众的喜爱，保持着绝对优势；根据尼尔森零售研究数据显示，2019-2021年，冷酸灵在抗敏感细分领域线下市场的市占率一直维持在60%左右。“冷酸灵”在抗敏市场常年处于领先地位，说明了其产品定位清晰，品质有保障。大部分消费者在遇到牙齿敏感的问题时，第一时间会想到冷酸灵。而其在京东自营店的高好评率和抖音自营店的高人气也证实了冷酸灵获得了消费者的认可。

在强产品力的基础下，我们认为公司接下来将着重在牙齿抗敏领域的高端市场以及泛口腔健康领域发力，夯实自己抗敏头龙地位的同时拓展自己在口腔健康领域的宽度。而互联网的出现，让企业测试爆品的难度和成本不断降低，商家可以根据大数据对消费者行为进行颗粒度更细的判断，再将互联网大数据和自己调研的小数据相结合，通过不断的小规模测试孵化爆品以及大单品，形成有效的方法论，持续为品牌带来营收和影响力，形成良好的正循环。

图：冷酸灵京东旗舰店好评率高以及抖音旗舰店处于人气榜第三



图：历年各品牌抗敏感细分领域线下市场份额



资料来源：京东，抖音，华西证券研究所

资料来源：登康招股说明书，华西证券研究所

3.4 冷酸灵：产品多元化，满足消费者痒点

我们认为，消费者的痒点其实是在产品解决掉痛点后，产生的个性化需求。能有效应对消费者痒点的产品才能卖出更高的附加值。

在抗敏领域，公司目前拥有基础款、专研系列和医研系列。基础款在保障价格低廉的同时，还可以解决消费者牙齿敏感的痛点，满足了大部分普通群众的消费需求，主打卖点为性价比高。而专研系列则将抗敏效果提升，主打双重抗敏功效，满足了部分消费者起效快，效果更强的高阶需求。而高端的医研系列采用了最新的生物活性陶瓷抗敏感修复创新技术，主打修复牙齿受损部分，并且形成保护层，让效果更持久。其更有利于消费者形成品牌认知，满足部分消费者的自我认同需求，形成自我满足。同时，公司也在积极落实“1+X”战略，医研系列推出了抗敏+修复口腔粘膜牙膏，抗敏的同时还能有效修复口腔粘膜，满足消费者对单款牙膏产品功能多元化的需求。

儿童牙膏领域：贝乐乐在保障功效的同时，为了让不喜欢刷牙的宝宝爱上刷牙，推出了由7种温和甜美水果口味组成的7支套装，并且对应7位汪汪队的不同成员。让宝宝可以一周7天换不同的口味牙膏，见到不同的汪汪队成员。同时还附有刷牙打卡童趣贴纸，增强宝宝刷牙动力。解决了家长每天想尽办法让宝宝刷牙的难题。

图：公司主要产品



资料来源：公司官网，招股说明书，华西证券研究所



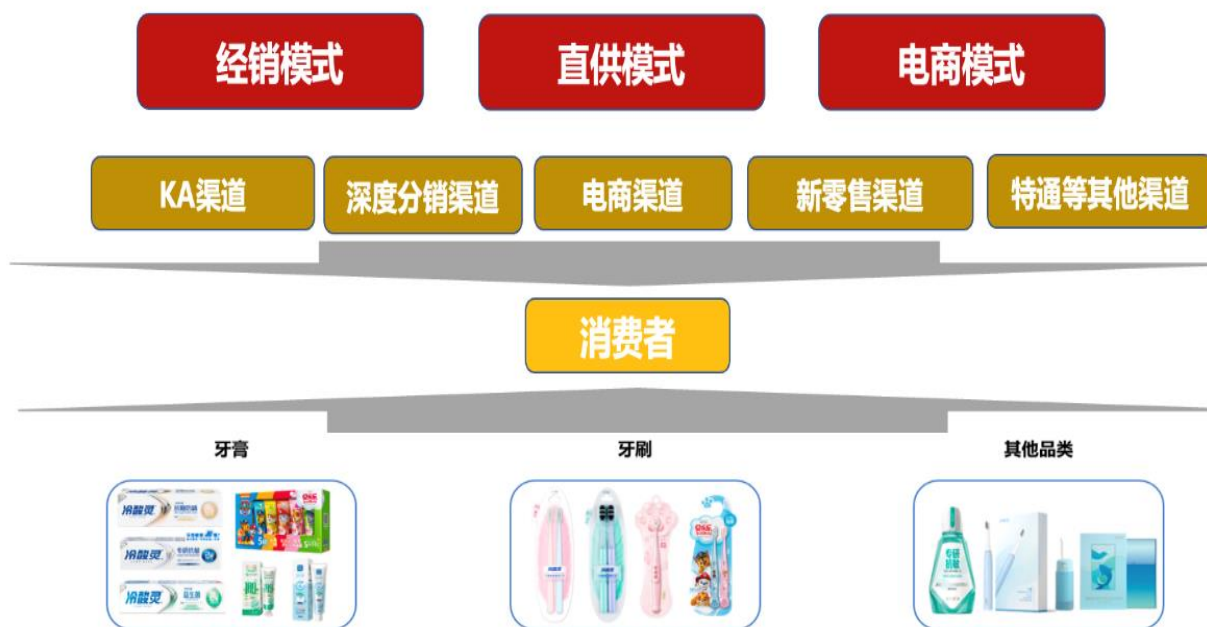
04 线上线下齐发力

渠道多元进阶，全域协同提质增效

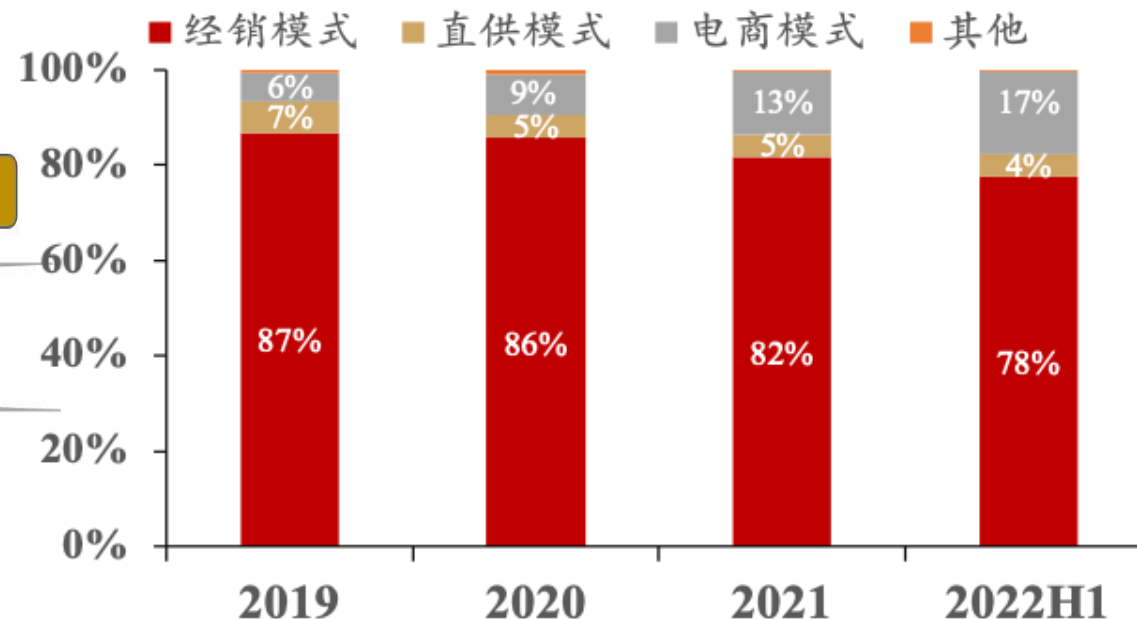
4.1 线下渠道为核心，线上渠道协同发展

登康口腔当前产品销售模式以传统“经销+直销”线下模式为主，2019-2022H1，两者合计占主营业务收入比例均在80%以上，线下渠道发展较为稳定；同时，公司顺应消费者消费习惯的变化，积极拓展线上电商渠道，2019-2022H1，电商渠道收入占比不断提升，传统线下渠道则呈下降趋势，线上线下渠道结构逐渐走向均衡，双渠道协同发展有利于拓展公司营收面，增强自身盈利能力；根据尼尔森零售研究数据显示，2021年冷酸灵牙膏在中国市场的线下销售份额位居第4位，占比为6.83%；而根据久谦数据显示，冷酸灵牙膏在线上天猫平台年销售额实现逐年稳步提升，品牌影响力日渐增强，公司线上+线下双轮推动效果明显，助力公司市场地位实现稳定向上。随着兴趣电商（拼多多、抖音、快手）的崛起，公司线上渠道仍有较大可发展空间。

图：公司主要渠道结构



图：历年公司主要渠道收入占比



4.2 线下渠道：县域模式为核心

2019-2022H1，登康口腔经销模式收入分别为8.16/8.82/9.30/4.74亿元，占当年主营业务收入的比例分别为86.6%/85.9%/81.6%/77.7%，2019-2021年均复合增长率为6.8%，增长较为稳定。2019-2022H1，公司经销客户变动比例较小，主要变动以新增经销商为主，撤销的经销商占公司主营业务收入比例较小，影响较低；受渠道结构调整，公司2021年直供模式收入占比仅有4.8%，而公司已与永辉超市、新世纪连锁、红旗超市等核心零售客户建立了紧密的战略合作关系，有利于直供模式保持稳定发展。公司通过分布在全国31个省、自治区、直辖市以及2,000余个区/县的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖。其中特别是针对最广阔的县域乡镇市场，公司以独特的县域开发模式打造了登康口腔在三四线市场的渠道壁垒，且已具备成熟的模式复制和推广能力，确保公司未来能够不断深耕三四线市场，持续获得中国城镇化发展的红利，实现线下渠道对公司营收的贡献保持稳定增长。

图：公司经销商变动情况（万家）

		2019年	2020年	2021年	2022年1-6月
报告期各期经销收入	经销商家数	521	494	534	526
	占主营业务收入比例	86.63%	85.88%	81.61%	77.70%
新增经销商	经销商家数	28	45	66	40
	占主营业务收入比例	2.28%	3.19%	3.48%	2.73%
撤销经销商	经销商家数	49	45	30	25
	占主营业务收入比例	0.57%	0.88%	0.58%	0.12%
报告期内持续贡献收入的经销商	经销商家数	344			
	占主营业务收入比例	79.35%	78.93%	71.67%	60.69%

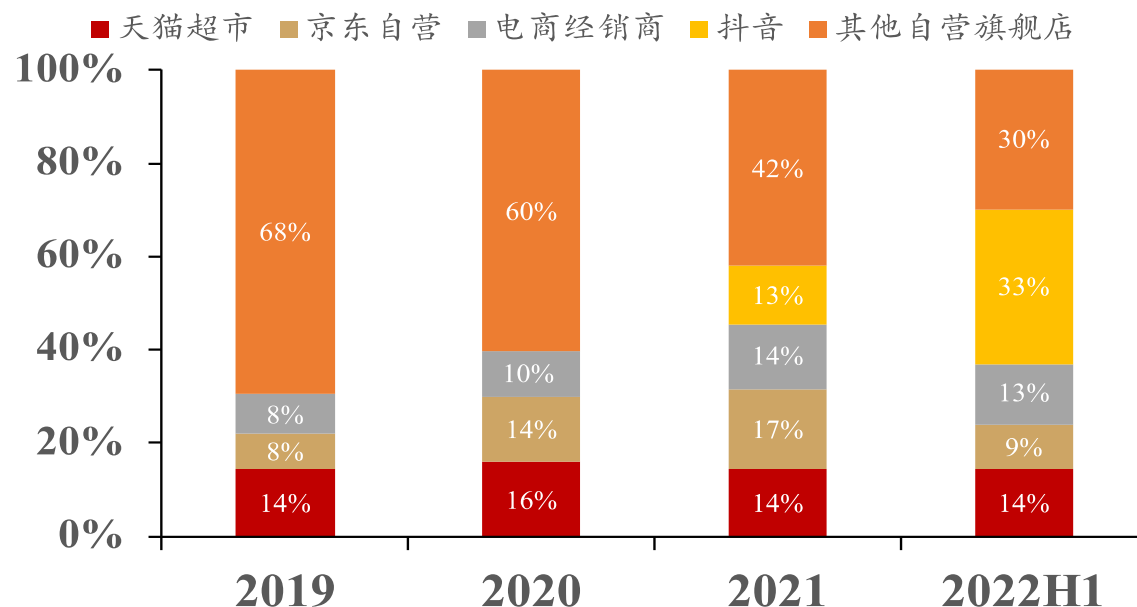
图：公司历年主要线下渠道客户

年份	客户	销售金额（万元）	占主营业务收入比重	销售类型
2022年1-6月	重庆华轻昇泓有限责任公司	1,905.08	3.12%	经销
	永辉超市	1,747.62	2.87%	直供
	成都千牛星科技有限公司	1,117.28	1.83%	经销
	龙泉驿区十陵街办欣贸日用品经营部	1,042.57	1.71%	经销
2021年	重庆华轻昇泓有限责任公司	3,990.80	3.50%	经销
	永辉超市	3,274.56	2.87%	直供
	龙泉驿区十陵街办欣贸日用品经营部	2,270.18	1.99%	经销
2020年	重庆华轻晟泓有限责任公司	4,188.08	4.08%	经销
	永辉超市	2,793.30	2.72%	直供
	成都千牛星科技有限公司	2,296.21	2.23%	经销
	龙泉驿区十陵街办欣贸日用品经营部	2,034.68	1.98%	经销
	昆明市官渡区云轩化妆品营业部	1,767.16	1.72%	经销
2019年	永辉超市	3,654.74	3.88%	直供
	重庆华轻晟泓有限责任公司	3,474.16	3.69%	经销
	龙泉驿区十陵街办欣贸日用品经营部	1,731.19	1.84%	经销
	新世纪连锁	1,603.80	1.70%	直供
	星源（深圳）实业有限公司	1,492.04	1.58%	经销

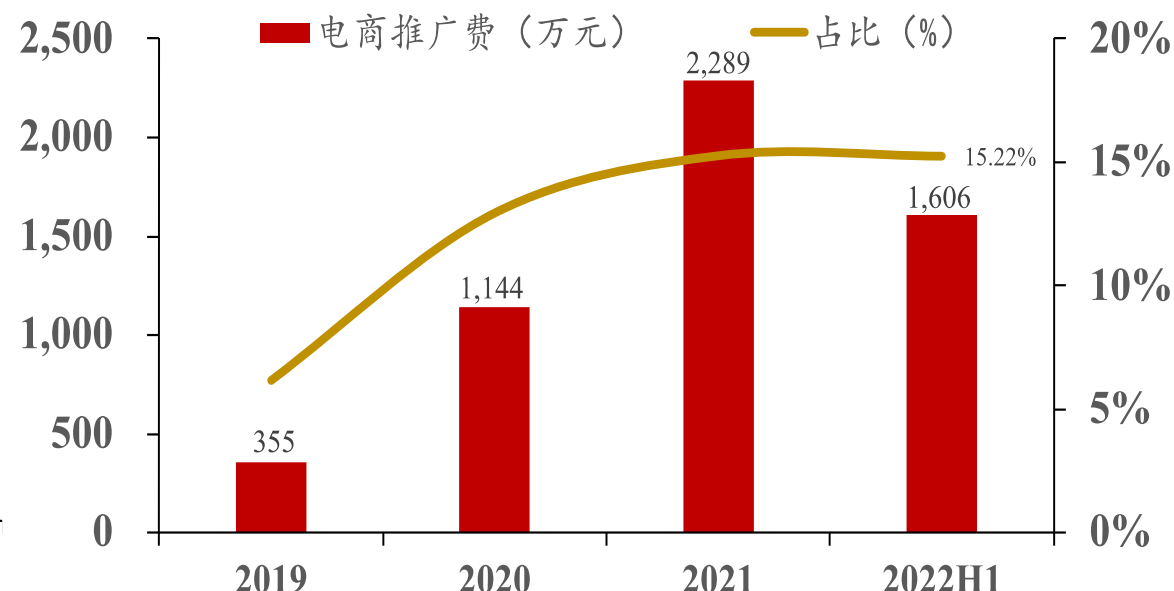
4.3.1 线上渠道：发展迅速，成长性好

2019-2022H1，登康口腔积极扩大电商销售渠道，电商推广费用逐年上升。从公司电商平台收入结构来看，自营旗舰店（包括天猫和京东）、天猫超市、京东自营对公司线上收入贡献程度最大，而随着兴趣电商平台的崛起，公司紧跟趋势，大力布局抖音平台，我们预计其将逐渐成为公司线上渠道收入增长的重要的推动点，公司借助中心电商和兴趣电商两大线上平台，实现线上渠道收入的快速增长，有利于公司把握行业线上渠道发展先机，为公司未来营收增长保驾护航。

图：历年公司电商平台收入结构



图：历年公司电商推广费用及其占电商渠道收入比重



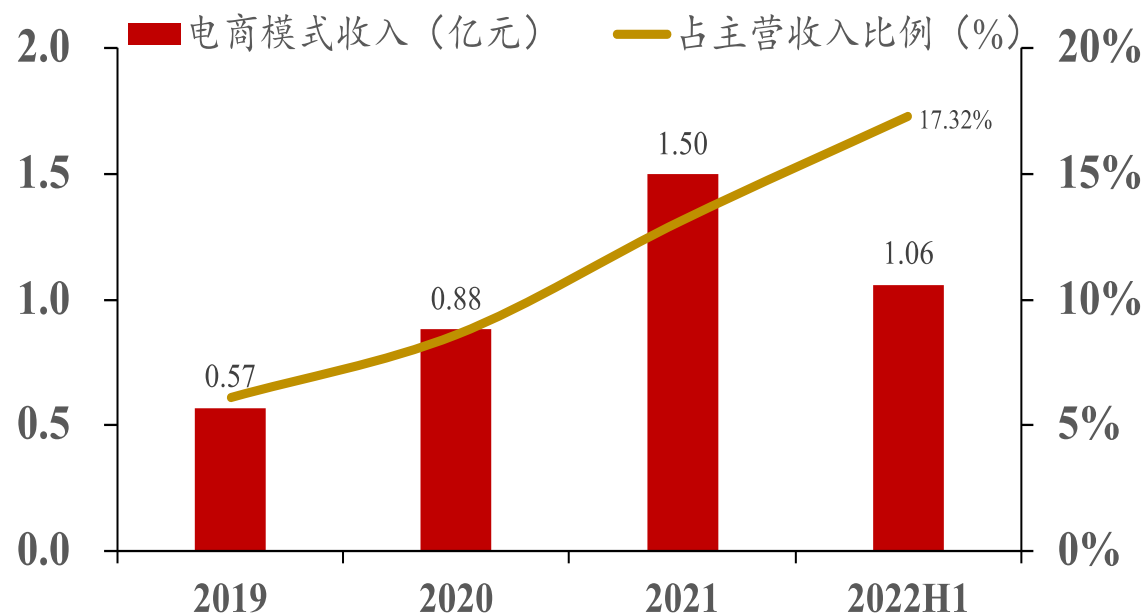
资料来源：登康招股说明书，华西证券研究所

资料来源：登康招股说明书，华西证券研究所

4.3.2 线上渠道：发展迅速，成长性好

登康口腔制定了“精耕分销、强化KA、电商和新零售并举、拓展新渠道”的销售渠道策略，形成了线上线下多渠道协同发展的良好态势，完成了“到店”转向“到店+到家”的渠道升级。在电商渠道，借助中心电商（天猫、京东）和兴趣电商（拼多多、抖音、快手）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，助推销量新增长。2019-2022H1，公司电商模式收入分别为0.57/0.88/1.50/1.06亿元，占当年主营业务收入的比例分别为6.1%/8.6%/13.2%/17.3%，2019-2021年均复合增长率达36.4%，保持高速增长趋势；同时，在2022年全网牙膏品牌零售额排行中，冷酸灵零售额占比为2.6%，同比+9.9%，增速排名第一，在2022年整体环境不利的情况下依然保持较好的增长韧性，未来零售额占比有望进一步较快提升。

图：公司历年电商模式收入及其营收占比



资料来源：登康招股说明书，华西证券研究所

图：2022年全网牙膏类品牌零售排行

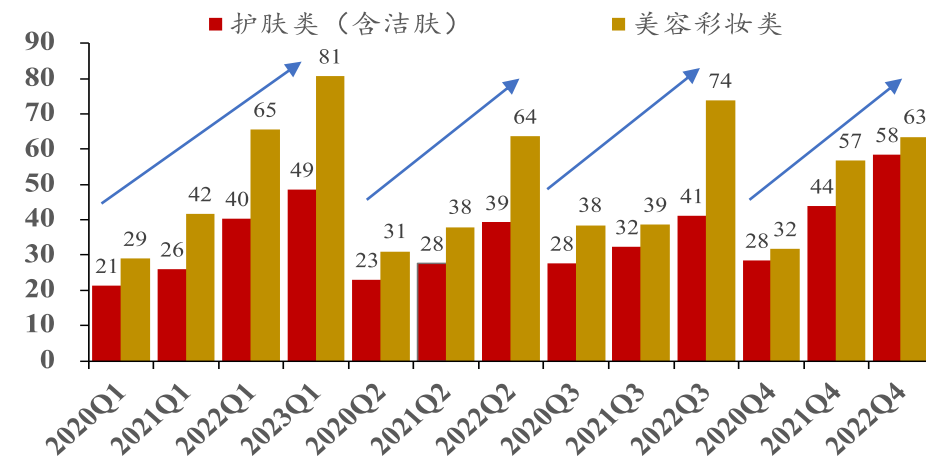
排序	品牌名称	零售额占比	零售额同比	零售量占比
1	云南白药	8.0%	-3.8%	4.4%
2	黑人	6.3%	-8.1%	7.2%
3	高露洁	5.1%	3.3%	3.9%
4	佳洁士	5.0%	4.9%	5.7%
5	舒客	4.7%	-12.2%	4.6%
6	狮王	3.1%	-13.6%	2.8%
7	舒适达	2.7%	0.7%	1.3%
8	冷酸灵	2.6%	9.9%	2.5%
9	李施德林	2.0%	-20.3%	1.2%
10	AVEC MOI	1.8%	-35.2%	0.5%

资料来源：化妆品报，华西证券研究所

4.4.1 从珀莱雅的成功策略看登康未来可行之趋

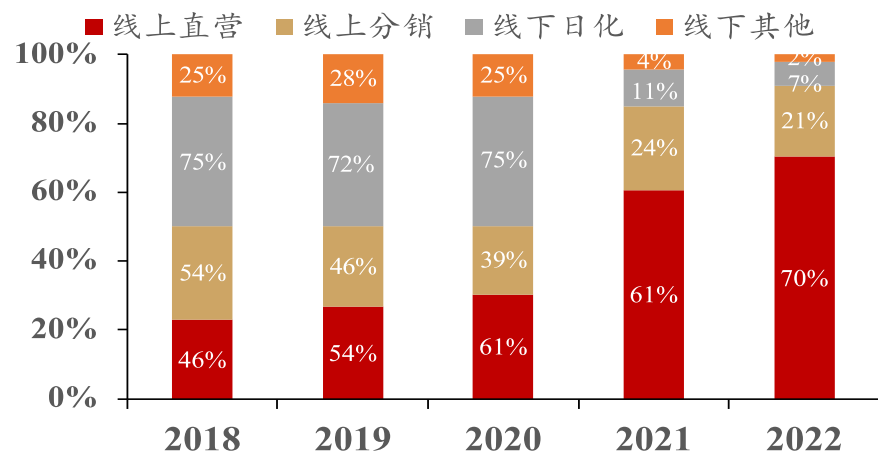
2012年，公司在上市前已设立美丽谷专门从事网络渠道销售，较早的与天猫、淘宝、京东、聚美优品、唯品会等国内知名购物网站建立了密切的合作关系，在自身深耕线下渠道的同时，积极把握电商红利，通过积极线上布局进一步打开了自身营收面；上市之后，公司持续发力线上渠道，线上收入占比从2018年43.57%上升至2022年90.98%，发展迅速；其中毛利率较高的线上直营平台以天猫、抖音、京东、快手、拼多多为主，2022年其收入占比高达70.40%；此外，2020年以来，公司凭借大单品策略和产品优化升级，核心业务均价均实现逐季上增趋势，推动公司毛利率保持稳定向上。

图：历年公司主要业务均价（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：历年公司主要渠道收入占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图：历年公司毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所（2020年执行新收入准则）

4.4.2 从珀莱雅的成功策略看登康未来可可行之趋

从传统套系到短期爆品至长效大单品，珀莱雅逐渐确立产品驱动策略。珀莱雅在上市之初，主打海洋护肤概念，产品系列众多，多以较为基础性的水乳套装为主，客单价较低；随着抖音、快手等兴趣电商的崛起，公司紧抓流量趋势，于2019年打造了爆品黑海盐泡泡面膜（天猫旗舰店冲月销 100 万盒+，破天猫美妆历史，获“抖音美容护肤榜”第 1 名）以及小爆品印彩巴哈 insbaha 彩妆粉底液，但以营销渠道为导向的爆品生命周期较短，难以给公司带来长期效益；2020年，公司推行大单品策略，先后与国际原料巨头亚什兰和巴斯夫进行合作，确保产品质量最优化，打造具备品牌心智、代表性的明星单品，大单品系列包括红宝石精华、红宝石面霜、双抗精华、双抗眼霜等产品；随后，通过大单品形成的市场效应，公司进一步凭借“早C晚A”概念出圈，整合大单品套装，提高产品客单值；同时，公司于2021年推出源力修复精华大单品，形成“ABC”护肤公式，持续优化产品结构。至此，公司凭借产品驱动策略，打造了丰富的大单品矩阵，持续抢占用户心智，提高了客单价和复购率。

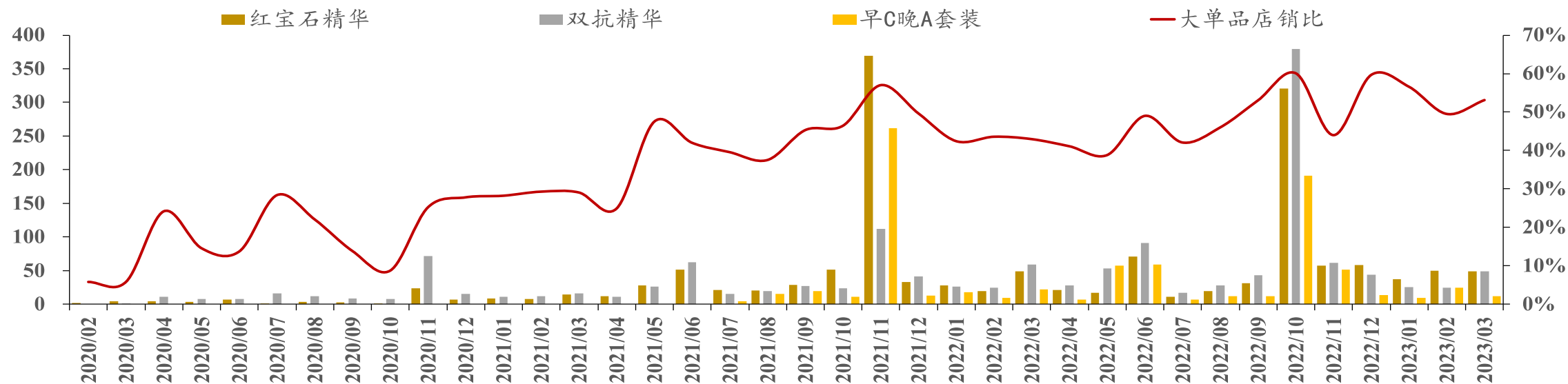
图：珀莱雅产品策略进化之路



4.4.3 从珀莱雅的成功策略看登康未来可可行之趋

随着2020年珀莱雅市场策略从营销为导向转向产品力为导向，公司大单品策略卓有成效。从公司直营天猫旗舰店的数据来看，根据久谦中台显示，截至到2023年3月，公司大单品销售额比例已从2020年2月5.82%跃至53.15%，而公司营收也从2020年37.52亿元提升至2022年63.85亿元，年均复合增长率达30.45%，大单品贡献显著。我们认为珀莱雅大单品策略的成功对登康口腔具有较好的借鉴之用。登康口腔2022H1线上渠道收入占比仅为17.32%，对应毛利率为35.79%（线下经销渠道为42.27%，线下直供渠道为56.08%），主要系公司尚处于电商高速发展的起步阶段，线上产品单价较低，暂时还缺乏爆品和大单品；但从登康成功打造出火锅牙膏、猫爪刷等跨界合作产品来看，我们认为其具备打造爆品的能力；此外，登康抗敏感技术国内领先且长期占据国内抗敏感牙膏线下市场份额第一（2021年为60%），随着登康线上渠道渗透率的进一步提升，公司有望凭借“抗敏感+”完善大单品矩阵，完善自己孵化大单品的方法论，推动客单值和复购率的提升，以产品驱动带动业绩增长。

图：珀莱雅天猫旗舰店明星产品销售额（百万元）

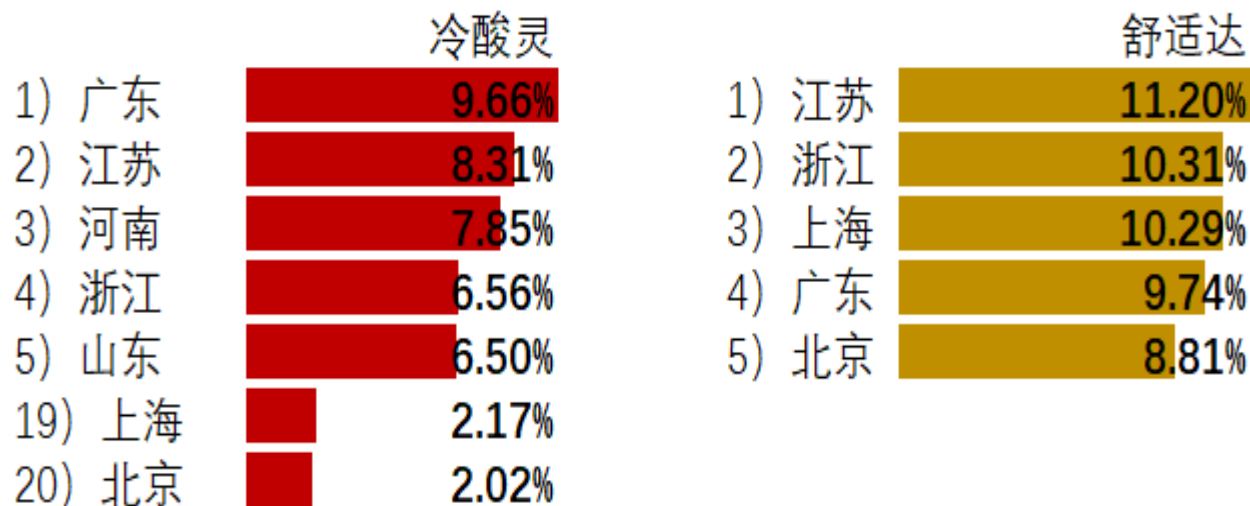


资料来源：久谦中台，华西证券研究所

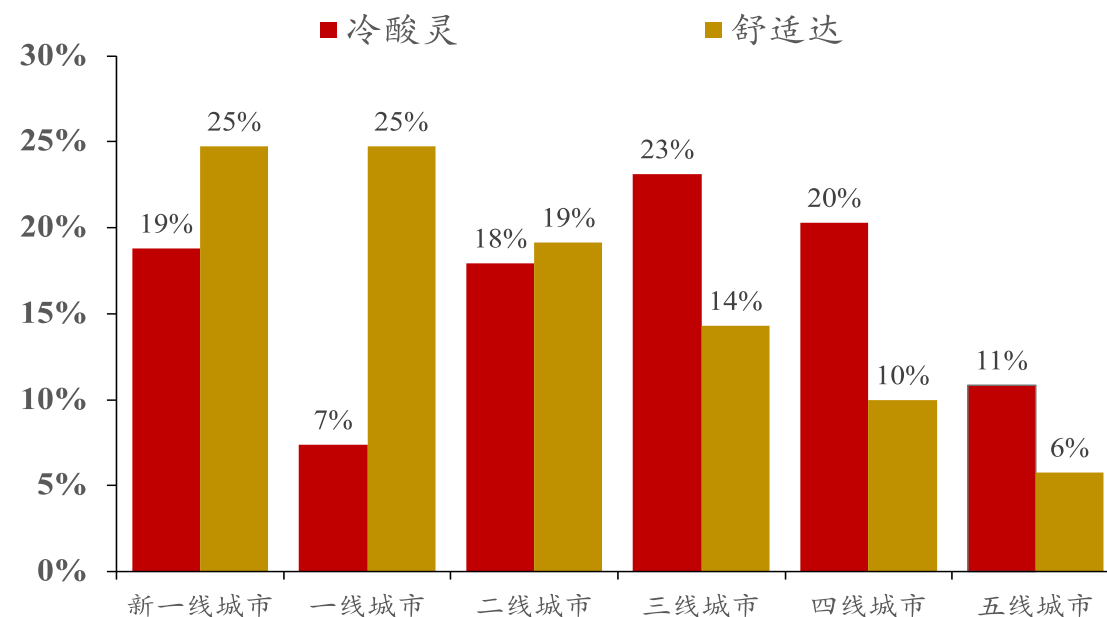
4.5.1 卡位下沉市场，农村包围城市

分析2023年抖音上“冷酸灵”以及“舒适达”的内容消费人群的画像特征，从地区分布可以看出，冷酸灵并未将大城市作为主战场。冷酸灵消费人群占比前五的省份是广东（9.66%）、江苏（8.31%）、河南（7.85%）、浙江（6.56%）和山东（6.5%）。值得注意的是，北京和上海这两个中国最大的城市，在冷酸灵的排名中并不靠前，上海（2.17%）排名19，北京（2.02%）排名20。按城市级别划分，冷酸灵消费人群占比最高的是三线城市，占比为23.12%，其次是四线城市，占比为20.27%。这也体现了冷酸灵目前的战略定位还是“农村包围城市”，这一点上和舒适达还是有着较大的差别。此外，冷酸灵的分散程度也更高，其中排名前5省份的占比为38.88%，体现出其终端覆盖的广泛。而舒适达消费人群占比前五的省份是江苏（11.2%）、浙江（10.31%）、上海（10.29%）、广东（9.74%）和北京（8.81%），前五占比合计50.35%。按城市级别划分，舒适达消费人群占比最高的是一线城市，占比为24.75%，其次是新一线城市，占比为24.71%。

图：冷酸灵VS舒适达内容消费人群的各省份分布



图：冷酸灵VS舒适达内容消费人群的城市级别分布



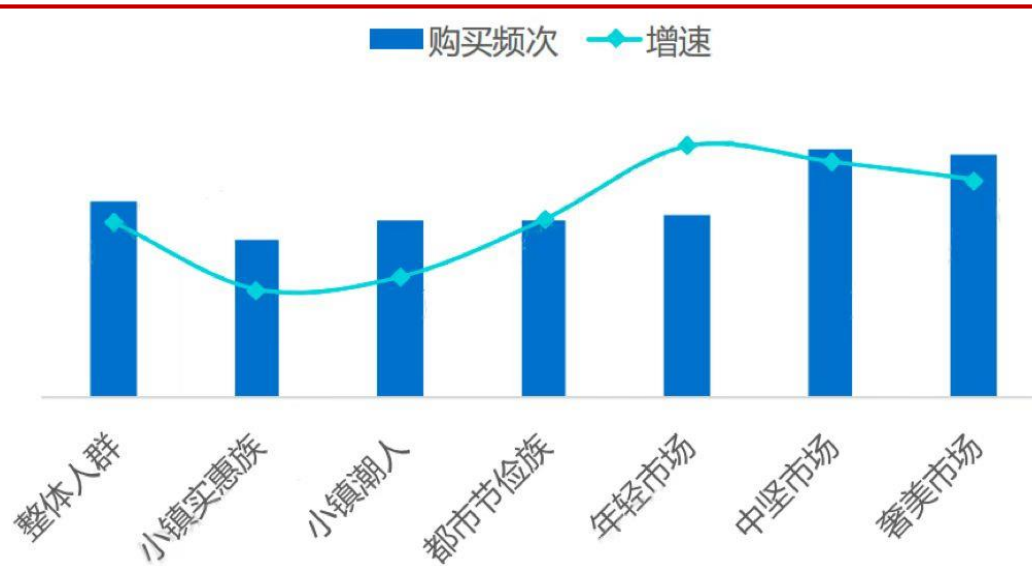
4.5.2 迈向中高端，发力一二线城市

登康口腔拥有自身独特的县域开发模式，在三四线城市具有强大的渠道壁垒；但公司当前在一二线城市布局相对较小，基础较为薄弱。据天猫平台统计，2021年口腔护理中坚市场和奢美市场人群的产品购买频次最高，中高端领域客户粘性较强；而一二线城市人均收入水平相对较高，对中高端产品的需求较大，价格敏感程度较低。公司从三四线城市逐渐向一二线城市发力是未来发展之趋，有利于加速进军高端领域市场，提高公司盈利能力。从可行性上分析，产品力上，公司具备打造“抗敏感+”大单品能力，产品更新迭代速度相对较快，能够响应消费者多样需求；公司当前品牌力已不弱于竞争对手舒适达，凭借国民节日营销、国潮IP联名以及代言人年轻化等品牌策略，产品更加深入国内消费者心智；定价上，公司高端产品在抗敏功效突出的同时，价格低于舒适达，平替作用较强。而互联网的出现，让公司测试爆品和大单品的难度不断降低。我们认为公司目前已具备了优秀的综合实力进军一二线市场，随着公司进一步加大资金布局，线上线下齐头并进，卡位低端进攻中高端，公司市场地位有望持续提升。

图：冷酸灵价格VS舒适达价格



图：MAT2021天猫平台口腔护理六大人群购买频次趋势





05 投资建议

5.1 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。我们维持公司的盈利预测不变，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5月9日收盘价32.97元/股，PE分别为35.69/29.86/25.43倍，**维持“买入”评级。**

图：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	35.84	31.70	35.69	29.86	25.43

5.2 公司收入明细拆分 (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：公司公告，华西证券研究所



06 风险提示

风险提示

- **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。
- **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。
- **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)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	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	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
利润总额	146	180	215	254	成长能力 (%)				
所得税	11	21	25	30	营业收入增长率	14.9%	17.3%	18.6%	16.9%
净利润	135	159	190	223	净利润增长率	13.3%	18.1%	19.5%	17.5%
归属于母公司净利润	135	159	190	223	盈利能力 (%)				
YoY (%)	13.3%	18.1%	19.5%	17.5%	毛利率	40.5%	41.3%	42.4%	43.3%
每股收益	1.04	0.92	1.10	1.30	净利率	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	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	偿债能力 (%)				
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	1.12	3.31	3.24	3.40
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	31.70	35.69	29.86	25.43
其他长期负债	88	88	88	88	PB	0.00	3.72	3.31	2.93
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					

免责声明

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。

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。