

Q2 业绩继续领跑行业，加快向口腔大健康布局

登康口腔(001328)

评级:	买入	股票代码:	001328
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	65.0/30.51
目标价格:		总市值(亿)	62.28
最新收盘价:	36.17	自由流通市值(亿)	15.26
		自由流通股数(百万)	42.18

事件概述

登康口腔发布 2023 半年报。2023H1 公司实现营收 6.67 亿元，同比+9.19%；归母净利润 0.66 亿元，同比+13.48%；扣非后归母净利润 0.52 亿元，同比+2.99%。分季度看，Q2 单季度营业收入 3.24 亿元，同比+7.69%；归母净利润 0.34 亿元，同比+13.43%。2023H1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.32 亿元，同比+69.59%，主要系报告期内公司销售收入增长相应回款增加所致，投资活动产生的现金净流量为-1.28 亿元，同比-232.80%，主要系报告期内保本型现金管理业务增加所致。

分析判断:

► 收入端：增速领先行业，全域全渠道持续发力。

受宏观经济因素影响，口腔护理行业零售市场 2023H1 整体增长疲软，根据尼尔森零售研究数据显示，2023 年上半年，国内线下牙膏市场整体销售规模为 111.8 亿元，较上年同期-6.5%，公司凭借自身优异的综合实力实现逆势增长，增速领先行业。分渠道来看，公司 2023 年上半年实现了 KA 渠道、分销渠道、连锁药房渠道、新零售等各个线下渠道的全面增长，线下渠道同比+5.12%至 5.13 亿元（核心牙膏品牌冷酸灵线下零售额市场份额提升至 7.83%，稳居行业第四）；此外，公司报告期内紧抓互联网发展趋势和红利窗口，构建互联网产品矩阵，实现线上产品多品类、全覆盖，电商及其他渠道同比+24.44%至 1.54 亿元，线上线下双渠道持续发力。分产品来看，公司成人牙膏、成人牙刷、儿童牙膏、儿童牙刷、电动牙刷、口腔医疗与美容护理产品分别实现营收 5.14 亿元、0.79 亿元、0.38 亿元、0.16 亿元、306.13 万元、0.15 亿元，同比+5.74%、22.73%、2.03%、35.63%、22.13%、100.98%，牙刷类产品发展迅速，多产品、多品类齐头并进。

► 盈利端：毛利率稳健向上，期间费用率有所上升

盈利能力方面，2023H1 公司毛利率、净利率分别为 42.80%、9.89%，同比分别+1.03pct、+0.37pct。其中，Q2 单季度毛利率、净利率分别为 44.42%、10.39%，同比分别+1.54pct、+0.53pct，盈利能力稳健向上，我们预计主要系毛利率较高的线上渠道占比呈现上升趋势（同比+2.82pct 至 23.02%）以及公司主要产品实现量价齐升所致。期间费用率方面，2023H1 公司期间费用率为 32.45%，同比+1.80pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 26.18%、4.53%、2.98%、-1.24%，同比分别+1.39pct、+0.31pct、+0.14pct、-0.04pct。

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。我们维持此前的盈利预测不变，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 8 月 27 日收盘价 36.17 元/股，PE 分别为 39/33/28 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。

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%	19.4%	17.6%
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%	11.2%	11.8%	12.2%
市盈率	39.32	34.78	39.16	32.80	27.89

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

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	235
销售费用	315	382	462	549	资本开支	-54	-81	-101	-111
管理费用	54	62	69	79	投资	-18	-16	-16	-16
财务费用	-10	-5	-21	-23	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	723	0	0
营业利润	145	181	216	255	现金净流量	87	792	84	118
营业外收支	1	-1	-1	-1					
利润总额	146	180	215	254	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	11	21	25	30	成长能力				
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%	19.4%	17.6%
YoY (%)	13.3%	18.1%	19.4%	17.6%	盈利能力				
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%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	13.2%	8.3%	8.8%	9.3%
货币资金	268	1,060	1,144	1,262	净资产收益率 ROE	24.8%	11.2%	11.8%	12.2%
预付款项	17	18	11	12	偿债能力				
存货	197	218	246	255	流动比率	1.71	3.70	3.66	3.84
其他流动资产	181	200	249	270	速动比率	1.12	3.05	3.01	3.18
流动资产合计	662	1,496	1,650	1,799	现金比率	0.69	2.62	2.54	2.69
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	46.7%	25.7%	25.1%	23.3%
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	1.05	0.90	0.94
非流动资产合计	355	421	504	595	每股指标 (元)				
资产合计	1,018	1,917	2,153	2,394	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	8.27	9.37	10.67
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	0.60	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	34.78	39.16	32.80	27.89
其他长期负债	88	88	88	88	PB	0.00	4.37	3.86	3.39
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	1,424	1,614	1,837					
负债和股东权益合计	1,018	1,917	2,153	2,394					

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。

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。

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。