

登康口腔(001328)

报告日期: 2023年08月27日

产品升级优化显效,“冷酸灵”份额逆势稳增

——登康口腔 23H1 业绩点评报告

投资要点

登康口腔披露 2023H1 业绩

23H1 公司实现营业收入 6.67 亿元 (+9.19%), 归母净利润 0.66 亿元 (+13.48%), 扣非后归母净利润 0.52 亿元 (+2.99%)。非经常性损益中政府补助约 1255.07 万元, 同比+122.08%。23Q2 公司单季实现营收 3.24 亿元 (+7.69%), 实现归母净利润 0.34 亿元 (+13.43%), 扣非后归母净利润 0.24 亿元 (-7.10%)。公司加大营销投入加速抢占竞品份额, 致使 Q2 收入增长稳健, 扣非后利润有所下滑。

逆势份额稳增, 23H1 各品类均实现稳健增长

根据尼尔森数据, 23H1 我国线下牙膏市场销售规模 111.8 亿元, 同比-6.5%, 牙刷市场销售规模 38.5 亿元, 同比+1.1%。口腔护理行业整体增长乏力背景下, 23H1 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销售收入 5.14/ 0.79/ 0.38/ 0.16/ 0.03/ 0.15 亿元, 分别同比+5.74%/ +22.73%/ +2.03%/ +35.63%/ +22.14%/ +100.98%, 对比行业增速均超额明显, 推动冷酸灵牙膏线下零售市场份额增至 7.83%, 稳居行业第四名, 是前十品牌中唯一实现销售额与销量双增的品牌; 冷酸灵牙刷线下零售市场份额增至 5.35%, 升至行业第三名, 为前十品牌中增速最快。

分区域看, 23H1 公司东部/南部/西部/北部/电商及其他区域分别实现营收 1.19/ 1.38/ 1.42/ 1.12/ 1.54 亿元, 同比+1.82%/ +13.04%/ +0.23%/ +6.75%/ +24.44%, 各区域收入体量均衡且均实现稳健增长。线下渠道紧抓连锁小超&便利终端、下沉县域市场、O2O 和社区团购等新兴渠道发展机会助力线下份额稳增。线上渠道聚焦“推高卖贵”优化产品结构以及精细化运营, 助力线上渠道快速增长。

产品结构优化升级助毛利率提升, 营销投入加大销售费用率提升明显

毛利率: 23H1 公司毛利率为 42.80%, 同比+1.03pct。分产品看, 23H1 公司主要品类成人牙膏/成人牙刷毛利率分别为 43.69%/ 31.68%, 分别同比+1.75/-2.21pct, 优势品类牙膏受益产品结构升级毛利率提升; 分区域看, 东部/南部/西部/北部/电商及其他区域毛利率分别为 40.40%/ 43.58%/ 47.34%/ 41.35%/ 40.78%, 分别同比-0.97/+3.72/+2.01/+2.22/-1.41pct, 优势区域毛利率提升明显, 我们预计电商渠道整体毛利率受公司“推高卖贵”结构优化影响提升, 但受其他区域加大开拓力度影响, 相关促销等投入较多, 毛利率有所下滑。整体来看, 看好公司在产品结构持续优化升级推动下, 毛利率稳步提升。

费用率&净利率: 23H1 公司期间费用率为 32.45%, 同比+1.80pct, 其中 23Q2 公司单季期间费用率为 35.31%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.49%/ 4.98%/ 2.85%/ -2.01%。分别同比+3.38/+0.48/+0.11/-0.52pct, 环比+6.44/+0.87/-0.24/-1.50pct。其中销售费用率 Q2 同环比提升较多, 原因为公司上半年持续推进品牌焕新, 借势代言人整合营销以及持续加大抖音、小红书等平台内容营销力度。综合影响下, 23H1 公司净利率为 9.89%, 同比+0.37pct, 23Q2 单季净利率为 10.39%, 同比+0.53pct。我们认为当前公司加大营销投入逆势抢夺份额匹配公司当前发展阶段, 看好公司持续优化产品结构显效对冲费用投入加大影响, 盈利能力稳中向上。

现金流&运营效率: 23H1 公司实现经营现金流净额 0.32 亿元, 同比+69.59%, 收现比为 112%, 经营现金流状态向好。运营效率方面, 23H1 公司应收账款周转天数为 11.41 天 (同比+2.49 天), 存货周转天数 91.56 天 (同比-3.12 天)。

投资评级: 增持(维持)

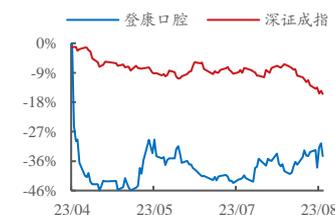
分析师: 史凡可
 执业证书号: S1230520080008
 shifanke@stocke.com.cn

研究助理: 褚远熙
 chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|----------|
| 收盘价 | ¥ 36.17 |
| 总市值(百万元) | 6,227.53 |
| 总股本(百万股) | 172.17 |

股票走势图



相关报告

- 《23Q1 经营表现优异, 看好募投项目推动份额稳增》 2023.04.26
- 《聚焦口腔大健康品类延展, 抗敏龙头前景可期》 2023.04.18

□ 盈利预测与估值

公司为抗敏牙膏领域绝对龙头，后续通过产品持续高端化升级及多元化品类布局，渠道端进一步完善下沉市场布局并切入抖音等势能强劲线上平台，后续增长潜力充足。我们预计公司 2023-2025 年收入分别实现 14.48/ 16.21/ 18.31 亿元，同比增长 10.26%/ 11.94%/ 12.98%；归母净利润 1.53/ 1.78/ 2.03 亿元，同比增长 14.01%/ 15.74%/ 14.57%，对应当前市值公司 PE 分别为 41/ 35/ 31X，维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧、新品研发不及预期、原材料成本大幅波动、销量及价格提升不及预期、募投项目进展不及预期。

财务摘要

| (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 1,313 | 1,448 | 1,621 | 1,831 |
| (+/-) (%) | 14.95% | 10.26% | 11.94% | 12.98% |
| 归母净利润 | 135 | 153 | 178 | 203 |
| (+/-) (%) | 13.25% | 14.01% | 15.74% | 14.57% |
| 每股收益(元) | 0.78 | 0.89 | 1.03 | 1.18 |
| P/E | 46.26 | 40.58 | 35.06 | 30.60 |

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 662 | 1,428 | 1,710 | 1,900 |
| 现金 | 268 | 1,013 | 1,222 | 1,363 |
| 交易性金融资产 | 113 | 128 | 140 | 150 |
| 应收账款 | 51 | 61 | 59 | 76 |
| 其它应收款 | 2 | 6 | 2 | 7 |
| 预付账款 | 17 | 8 | 11 | 15 |
| 存货 | 197 | 185 | 237 | 241 |
| 其他 | 15 | 27 | 38 | 48 |
| 非流动资产 | 355 | 566 | 614 | 752 |
| 金融资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 83 | 128 | 155 | 169 |
| 无形资产 | 16 | 66 | 96 | 111 |
| 在建工程 | 85 | 100 | 145 | 185 |
| 其他 | 172 | 273 | 218 | 288 |
| 资产总计 | 1,018 | 1,994 | 2,323 | 2,652 |
| 流动负债 | 387 | 438 | 559 | 670 |
| 短期借款 | 0 | 100 | 225 | 355 |
| 应付款项 | 181 | 114 | 163 | 150 |
| 预收账款 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 其他 | 206 | 223 | 170 | 164 |
| 非流动负债 | 88 | 138 | 168 | 183 |
| 长期借款 | 0 | 50 | 80 | 95 |
| 其他 | 88 | 88 | 88 | 88 |
| 负债合计 | 476 | 576 | 727 | 853 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司股东权 | 542 | 1,418 | 1,596 | 1,799 |
| 负债和股东权益 | 1,018 | 1,994 | 2,323 | 2,652 |

现金流量表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 84 | 97 | 110 | 143 |
| 净利润 | 135 | 153 | 178 | 203 |
| 折旧摊销 | 10 | 5 | 3 | 1 |
| 财务费用 | (15) | 1 | 2 | 4 |
| 投资损失 | (1) | (8) | (9) | (8) |
| 营运资金变动 | (92) | (60) | (70) | (64) |
| 其它 | 46 | 6 | 6 | 5 |
| 投资活动现金流 | 107 | (224) | (54) | (142) |
| 资本支出 | (54) | (116) | (105) | (70) |
| 长期投资 | 0 | (116) | 43 | (80) |
| 其他 | 161 | 8 | 9 | 8 |
| 筹资活动现金流 | (103) | 872 | 153 | 141 |
| 短期借款 | 0 | 100 | 125 | 130 |
| 长期借款 | 0 | 50 | 30 | 15 |
| 其他 | (103) | 722 | (2) | (4) |
| 现金净增加额 | 87 | 745 | 209 | 141 |

利润表

| (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,313 | 1,448 | 1,621 | 1,831 |
| 营业成本 | 781 | 837 | 936 | 1,057 |
| 营业税金及附加 | 9 | 11 | 13 | 14 |
| 营业费用 | 315 | 364 | 416 | 470 |
| 管理费用 | 54 | 61 | 70 | 78 |
| 研发费用 | 40 | 44 | 50 | 56 |
| 财务费用 | (10) | (6) | (23) | (26) |
| 资产减值损失 | (4) | (5) | (5) | (5) |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 8 | 9 | 8 |
| 其他经营收益 | 23 | 28 | 30 | 33 |
| 营业利润 | 145 | 168 | 193 | 221 |
| 营业外收支 | 1 | (1) | (1) | (0) |
| 利润总额 | 146 | 166 | 192 | 220 |
| 所得税 | 11 | 13 | 15 | 17 |
| 净利润 | 135 | 153 | 178 | 203 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 135 | 153 | 178 | 203 |
| EBITDA | 142 | 164 | 170 | 193 |
| EPS (最新摊薄) | 0.78 | 0.89 | 1.03 | 1.18 |

主要财务比率

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 14.95% | 10.26% | 11.94% | 12.98% |
| 营业利润 | 6.42% | 15.69% | 15.14% | 14.39% |
| 归属母公司净利润 | 13.25% | 14.01% | 15.74% | 14.57% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 40.50% | 42.18% | 42.27% | 42.31% |
| 净利率 | 10.25% | 10.60% | 10.96% | 11.11% |
| ROE | 24.82% | 10.82% | 11.13% | 11.31% |
| ROIC | 22.37% | 9.36% | 8.11% | 7.87% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 46.73% | 28.88% | 31.31% | 32.16% |
| 净负债比率 | 87.72% | 40.61% | 45.57% | 47.41% |
| 流动比率 | 1.71 | 3.26 | 3.06 | 2.84 |
| 速动比率 | 1.12 | 2.76 | 2.55 | 2.38 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.33 | 0.96 | 0.75 | 0.74 |
| 应收账款周转率 | 38.38 | 43.14 | 42.19 | 41.38 |
| 应付账款周转率 | 5.05 | 5.68 | 6.74 | 6.74 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.78 | 0.89 | 1.03 | 1.18 |
| 每股经营现金 | 0.49 | 0.56 | 0.64 | 0.83 |
| 每股净资产 | 3.15 | 8.24 | 9.27 | 10.45 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 46.26 | 40.58 | 35.06 | 30.60 |
| P/B | 11.48 | 4.39 | 3.90 | 3.46 |
| EV/EBITDA | — | 32.78 | 31.29 | 27.52 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>