

登康口腔 (001328)

证券研究报告

2024年05月09日

品牌为基渠道为石，国牌加速突围

公司发布年报及一季报

公司 24Q1 收入 4 亿，同增 5%；归母 0.4 亿同增 16%；扣非后 0.3 亿同增 -0.4%；23A 收入 14 亿同增 5%，归母 1.4 亿同增 5%，扣非 1.1 亿同增 2%；其中 23Q4 收入 4 亿同增 8%，归母 0.3 亿同增 17%。

截至 2023 年末，冷酸灵牙膏线下零售额市场份额提至 8.04%，稳居行业第四，冷酸灵牙刷线下零售额市场份额逆势增至 5.29%，排名稳居行业第四。线上全面开启提质增效高质量发展模式，中心电商盈利能力持续增强，兴趣电商自营占比提升；新零售快速成长，成为行业头部品牌。

公司围绕“一刷二通三冲”口腔健康新理念，大力拓展漱口水、牙线、电动牙刷、冲牙器等口腔新品类，为国民提供口腔健康与美丽整体解决方案；大力拓展新兴渠道，新零售渠道和电商业务，持续深耕分销渠道，优化精耕 KA 渠道，助力销售收入实现可持续增长。

23 年收入分产品看，成人牙膏收入 11 亿，占 78%，同增 2%；成人牙刷 1.6 亿，占 11%，同增 15%；儿童牙膏 0.7 亿，同增 0.6%；儿童牙刷 0.3 亿，同增 21%，电动牙刷 0.12 亿，同增 129%；口腔医疗与美瞳护理 0.3 亿，占总 2%，同增 48%。

分销售模式，经销 10 亿，同增 2%，毛利率 42%，同增 1.4pct；电商 3 亿，同增 14%，毛利率 46%，同增 10pct。

24Q1 公司毛利率 48%，同增约 7pct；净利率 10%，同增约 1pct。

多品牌矩阵布局，满足差异化需求

公司实行多品牌、多品类、多品种发展战略，以个性化、差异化精准品牌定位，发展多层次品牌矩阵，协同互补，提升品牌市占率与用户覆盖率。

目前，公司旗下拥有核心品牌“登康”“冷酸灵”，以及高端专业口腔护理品牌“医研”、儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”，形成了成人基础口腔护理产品、儿童基础口腔护理产品、电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理产品等四大产品矩阵，为各年龄段消费人群提供专业化、个性化的高品质口腔护理产品。

立体化的营销网络，实现广阔的深度分销

公司拥有层次分明、全面覆盖的销售网络体系。根据“依托客户、业务前移、重心下沉、强化分销、服务市场”的渠道运作方针，通过分布在全国 31 个省、自治区、直辖市以及 2000 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城乡镇市场，公司以独特县域开发模式打造登康在三四线渠道壁垒，确保公司未来能够持续获得中国城镇化发展红利。

高效渠道运营模式，促进多渠道协同发展

公司形成高效协同发展多渠道运作模式，形成线上线下多渠道协同发展的良好态势，从而更好地满足了消费者从“到店”转向“到店+到家”的购物习惯变化，并通过全链路的数字化管理实现了渠道商和消费者数据资产的沉淀。

公司形成经分销商两级渠道管理体系，并打造县域开发运作模式；在 KA 渠道，建立了专业零售管理模式，并结合新零售的发展，形成了线上线下整合营销渠道运营体系；在电商渠道，借助中心电商和兴趣电商两大平台以“顶层设计，战略发展，精细落地”为指导，构建电商产品矩阵。通过精细化运营及平台资源的深度整合，通过用户沉淀、营销转化实现用户资

投资评级

行业	美容护理/个护用品
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	24.19 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	172.17
流通 A 股股本(百万股)	43.04
A 股总市值(百万元)	4,164.88
流通 A 股市值(百万元)	1,041.22
每股净资产(元)	8.38
资产负债率(%)	26.03
一年内最高/最低(元)	42.58/17.52

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《登康口腔-季报点评:毛利率显著提升，产品结构优化》 2023-10-29
- 《登康口腔-半年报点评:牙刷第二曲线增长强劲，国产品牌加速突围》 2023-08-28
- 《登康口腔-首次覆盖报告:口腔护理赛道龙头，品类拓展多点开花》 2023-04-26

产池积累、C 端用户精准运营、“人货场”的有效连接，形成公司第二增长曲线，助推销量、利润新增长。

调整盈利预测，维持“增持”评级

2023 年公司在产品品类多样化、产品功能多元化、产品价值提升三个方面均进行产品结构改善。(1)持续提升产品价值，增强品牌盈利能力。2023 年公司契合用户需求，在技术与营销的双向驱动下，产品创新获得更多用户认可，公司加强了中高端产品的卖力与推广，带动公司盈利能力增长；(2)除牙膏、牙刷品类外，电动牙刷、漱口水等多品类持续深耕，为用户提供更丰富的口腔护理选择，公司为用户提供口腔护理的综合解决方案，有助于市场竞争能力提升。考虑到线下零售市场仍增势疲软，调整盈利预测，我们预计公司 24-26 年归母分别为 1.6/1.9/2.2 亿元（24-25 年前值分别为 1.9/2.2 亿元），EPS 分别为 0.93/1.10/1.30 元/股，对应 PE 分别为 26/22/19x。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；研发及新产品开发；应收账款管理风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,313.33	1,375.78	1,533.72	1,759.18	2,042.40
增长率(%)	14.95	4.76	11.48	14.70	16.10
EBITDA(百万元)	171.36	172.68	164.69	192.86	216.79
归属母公司净利润(百万元)	134.61	141.30	159.73	190.09	223.56
增长率(%)	13.25	4.97	13.04	19.01	17.60
EPS(元/股)	0.78	0.82	0.93	1.10	1.30
市盈率(P/E)	30.94	29.48	26.08	21.91	18.63
市净率(P/B)	7.68	2.96	2.66	2.37	2.10
市销率(P/S)	3.17	3.03	2.72	2.37	2.04
EV/EBITDA	0.00	20.13	16.04	12.17	10.33

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	268.04	533.60	570.07	889.35	1,010.26	营业收入	1,313.33	1,375.78	1,533.72	1,759.18	2,042.40
应收票据及应收账款	51.08	45.48	65.50	58.93	86.27	营业成本	781.39	768.96	851.21	978.10	1,141.70
预付账款	16.71	8.82	9.80	16.39	14.77	营业税金及附加	8.80	9.08	10.12	11.61	13.48
存货	197.08	189.18	238.40	186.03	321.47	销售费用	315.32	386.29	414.10	467.94	541.24
其他	129.56	806.56	808.07	807.63	809.80	管理费用	54.28	66.90	72.08	81.80	94.36
流动资产合计	662.48	1,583.65	1,691.84	1,958.34	2,242.57	研发费用	40.13	42.73	47.55	52.78	59.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(9.70)	(16.85)	(30.32)	(33.48)	(43.58)
固定资产	82.64	181.94	166.31	150.69	135.07	资产/信用减值损失	(5.19)	(2.89)	(4.50)	(4.62)	(4.30)
在建工程	85.05	16.43	36.43	56.43	76.43	公允价值变动收益	0.10	11.10	0.00	0.00	0.00
无形资产	15.63	16.18	14.99	13.80	12.61	投资净收益	3.06	1.62	4.98	4.79	3.61
其他	172.14	70.65	158.89	133.86	121.13	其他	(19.69)	(38.61)	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	355.46	285.20	376.63	354.78	345.24	营业利润	144.83	147.46	169.45	200.59	235.29
资产总计	1,017.94	1,868.85	2,068.47	2,313.12	2,587.81	营业外收入	1.09	13.58	3.79	4.72	5.80
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.17	0.22	1.49	0.91	0.70
应付票据及应付账款	180.77	150.34	182.63	214.48	252.77	利润总额	145.76	160.82	171.75	204.40	240.38
其他	159.30	188.48	235.17	262.55	278.09	所得税	11.14	19.52	12.02	14.31	16.83
流动负债合计	340.07	338.83	417.81	477.03	530.86	净利润	134.61	141.30	159.73	190.09	223.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	134.61	141.30	159.73	190.09	223.56
其他	88.26	68.26	85.01	80.51	77.93	每股收益(元)	0.78	0.82	0.93	1.10	1.30
非流动负债合计	88.26	68.26	85.01	80.51	77.93						
负债合计	475.66	463.58	502.82	557.54	608.79	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	129.13	172.17	172.17	172.17	172.17	营业收入	14.95%	4.76%	11.48%	14.70%	16.10%
资本公积	214.21	996.98	996.98	996.98	996.98	营业利润	6.42%	1.81%	14.91%	18.38%	17.29%
留存收益	200.67	238.67	398.39	588.49	812.04	归属于母公司净利润	13.25%	4.97%	13.04%	19.01%	17.60%
其他	(1.73)	(2.55)	(1.90)	(2.06)	(2.17)	获利能力					
股东权益合计	542.28	1,405.27	1,565.65	1,755.58	1,979.02	毛利率	40.50%	44.11%	44.50%	44.40%	44.10%
负债和股东权益总计	1,017.94	1,868.85	2,068.47	2,313.12	2,587.81	净利率	10.25%	10.27%	10.41%	10.81%	10.95%
						ROE	24.82%	10.05%	10.20%	10.83%	11.30%
						ROIC	-114.54%	-1042.89%	1868.86%	364.74%	-288.82%
						偿债能力					
						资产负债率	46.73%	24.81%	24.31%	24.10%	23.53%
						净负债率	-49.43%	-37.97%	-36.41%	-50.66%	-51.05%
						流动比率	1.71	4.01	4.05	4.11	4.22
						速动比率	1.20	3.53	3.48	3.72	3.62
						营运能力					
						应收账款周转率	28.71	28.50	27.64	28.28	28.13
						存货周转率	7.25	7.12	7.17	8.29	8.05
						总资产周转率	1.33	0.95	0.78	0.80	0.83
						每股指标(元)					
						每股收益	0.78	0.82	0.93	1.10	1.30
						每股经营现金流	0.49	0.88	0.12	1.75	0.54
						每股净资产	3.15	8.16	9.09	10.20	11.49
						估值比率					
						市盈率	30.94	29.48	26.08	21.91	18.63
						市净率	7.68	2.96	2.66	2.37	2.10
						EV/EBITDA	0.00	20.13	16.04	12.17	10.33
						EV/EBIT	0.00	21.70	17.87	13.33	11.20

现金流量表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	134.61	141.30	159.73	190.09	223.56
折旧摊销	10.23	12.53	16.82	16.82	16.82
财务费用	(10.69)	(6.80)	(30.32)	(33.48)	(43.58)
投资损失	(3.06)	(1.62)	(4.98)	(4.79)	(3.61)
营运资金变动	(54.99)	115.23	(120.74)	132.55	(99.36)
其它	7.40	(109.86)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	83.51	150.78	20.50	301.18	93.83
资本支出	73.35	63.75	3.25	24.50	22.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.60	(780.33)	(18.27)	(39.71)	(38.97)
投资活动现金流	106.95	(716.58)	(15.02)	(15.21)	(16.39)
债权融资	9.66	16.85	30.33	33.47	43.58
股权融资	(103.62)	824.99	0.65	(0.16)	(0.11)
其他	(9.44)	(116.49)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(103.41)	725.36	30.99	33.31	43.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	87.05	159.56	36.47	319.28	120.91

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com