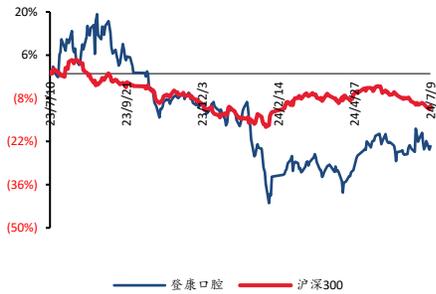


登康口腔深度报告：抗敏龙头地位夯实，产业延展成长可期

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	1.72/1.72
总市值/流通(亿元)	41.32/41.32
12个月内最高/最低价(元)	39.42/17.52

相关研究报告

<<登康口腔：Q3 线下拖累短暂承压，毛利率表现优异>>—2023-11-03

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

研究助理：龚书慧

E-MAIL: gongshu@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122070007

报告摘要

重庆国资委下属核心资产，抗敏龙头迈向口腔大健康。公司主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，核心品牌“冷酸灵”的国民知名度高，品牌资产优质。实际控制人为重庆国资委，设有核心骨干持股平台，管理层稳定，且深耕口腔护理行业，赋能公司长期发展。2023 年收入/归母净利润分别同比增长 4.8%/5%，24Q1 收入/归母净利润分别同比增长 5.2%/15.6%，保持稳健增长。23/24Q1 毛利率分别同比+3.6/+7.2pct 至 44.1%/48.4%，净利率分别同比+0.1/+1.0pct 至 10.3%/10.4%，盈利能力向好。

口腔护理行业：行业稳步扩张，国货蓄力迸发。1) **行业规模：**口腔清洁护理用品市场规模达到 500 亿，预计 2022-27 年将保持 5.2% 的增速；其中传统品类增速放缓，由量增切换至价增，主要来自产品功效升级、技术工艺迭代、IP 联名等；随着消费需求多元化，新兴品类快速增长，其功能和可选属性更强，细分品类多且格局较为分散，呈现出品类专业化的倾向。2) **竞争格局：**国货品牌逆势向上、份额提升。国货品牌差异化的功效定位（如云南白药定位中草药，冷酸灵深耕抗敏感，好来定位美白等），均积淀深厚的品牌资产，后疫情时代凭借扎实的线下根基、灵活的组织架构，把握渠道红利，快速响应需求端的变化，逆势下实现份额的提升。

成长性分析：传统品类价增为主，新品类接力成长，多渠道协同并进。

品牌端：核心品牌冷酸灵在线下渠道位居牙膏国货龙二、牙刷国货龙三，在抗敏感牙膏赛道稳居龙头地位；多元营销方式相结合，提高品牌曝光度，加快品牌焕新进程；高举高打快速占据消费者心智，销售费用率整体可控。

产品端：①**传统品类**作为公司主要的收入和利润来源，是公司成长和发展的基石，随着产品功效升级，未来主要以价格驱动为主，品牌抗敏赛道渗透率有望提升；对比口腔护理行业的头部品牌，在产品功效升级+产品结构优化下，冷酸灵牙膏在产品单价和利润率均存在提升空间，有望为公司未来 2-3 年的增长提供动力；②**新品类：**通过品类延展、产业延展等从基础口腔护理向口腔医疗、口腔美容快速延伸，有望成为公司的第二成长曲线。

渠道端：①**线下：**具备深厚的线下渠道壁垒，包括渠道开发率、成熟且可复制的渠道运营模式（经/分销二级体系、准入/退出政策、返利激励等保证渠道商的利润）等，支持公司持续对空白市场进行开发；同时积极开发 CS、OTC、美妆店等新渠道实现多样化的布局，带来新的增量；②**线上：**线上渗透率较行业平均有较大提升空间，受益抖音等新兴电商平台的红利，继续保持快速增长；新兴电商平台以高单价、高毛利的产品为主，线上的盈利能力有望持续提升。

投资建议及盈利预测：公司作为抗敏感龙头，深耕口腔护理行业，坚持“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，沿着“口腔健

康”主线，向一站式口腔健康与美丽领域的服务商迈进。**短期来看**，夯实主业，传统品类随着品牌焕新、产品功效升级带来价增为主的成长，巩固线下根基和发力线上渠道，夯实公司收入和利润的基石；同时布局新品类如漱口水、电动牙刷、口腔医疗产品带来增量。**中长期来看**，通过自研、收并购等方式，积极推进企业向高端制造和口腔医疗、口腔美容服务产业延伸，打造第二增长曲线。我们预计 2024/25/26 年的 EPS 分别为 0.93/1.10/1.31 元，对应 PE 分别为 26/22/18 倍。给予公司 25 年 25 倍的估值，对应公司目标价为 27.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧、线上渠道竞争加剧、新品类拓展不及预期、传统品类提价的市场接受度不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1376	1548	1781	2025
营业收入增长率(%)	4.8%	12.6%	15.0%	13.7%
归母净利（百万元）	141	160	189	225
净利润增长率(%)	5.0%	13.4%	18.0%	19.0%
摊薄每股收益（元）	0.88	0.93	1.10	1.31
市盈率（PE）	32.2	25.8	21.9	18.4

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司情况：隶属重庆国资委，抗敏龙头迈向口腔大健康.....	6
二、 口腔护理行业：行业稳步扩张，国货蓄力迸发.....	8
(一) 市场规模：超 500 亿市场，牙膏牙刷占主要份额，新品类快速增长	8
(二) 竞争格局：品牌分化明显，国牌表现亮眼.....	13
三、 成长性分析：多品类多元增长，多渠道协同并进.....	15
(一) 品牌：定位“抗敏感+”地位稳固，国货“老字号”年轻化焕新.....	15
(二) 产品：传统品类价增驱动，多元品类打造新增长点	18
1、传统品类：产品升级带来价增驱动，抗敏市场份额有望持续提升.....	18
2、新品类：布局智能口腔&口腔医疗，探索增长新动能.....	22
(三) 渠道：巩固线下，发力线上，多平台协同并进.....	25
四、 盈利预测与估值.....	29
(一) 盈利预测	29
(二) 估值.....	30
五、 风险提示.....	31

图表目录

图表 1: 公司的发展历程.....	6
图表 2: 重庆国资委为实际控制人.....	7
图表 3: 公司的管理层情况.....	7
图表 4: 公司的收入及增速（百万元，%）.....	8
图表 5: 公司的归母净利及增速（百万元，%）.....	8
图表 6: 公司的毛利率及净利率情况.....	8
图表 7: 公司的期间费用率情况.....	8
图表 8: 中国口腔清洁护理用品市场规模.....	9
图表 9: 2021 年我国口腔清洁护理用品产品结构.....	9
图表 10: 各国 2 次及 2 次以上刷牙人口占比.....	9
图表 11: 中国人均口腔支出存在较大的提升空间.....	9
图表 12: 牙膏行业市场规模（亿元）及增速.....	10
图表 13: 2019-2021 年牙刷全渠道销售额（亿元）.....	10
图表 14: 牙膏均价稳步提升.....	10
图表 15: 牙膏需求量较为稳健.....	10
图表 16: 2021-2023 年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化（%）.....	11
图表 17: 2021-2023 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比情况.....	11
图表 18: 不同品牌的牙膏价格带对比.....	11
图表 19: 2021 年天猫平台口腔护理细分品类消费规模趋势.....	12
图表 20: 中国电动牙刷市场的零售额及渗透率（十亿元，%）.....	13
图表 21: 中国电动牙刷市场的竞争格局.....	13
图表 22: 我国漱口水的零售额（亿元）及增速.....	13
图表 23: 2020 年阿里平台漱口水品牌 TOP10.....	13
图表 24: 中国口腔护理市场零售额（按渠道划分）.....	14
图表 25: 牙膏分渠道的市场集中度.....	14
图表 26: 牙刷分渠道的市场集中度.....	14
图表 27: 牙膏行业分品牌的市场份额变化.....	15
图表 28: 冷酸灵抗敏感牙膏在线下零售的市场份额.....	15
图表 29: 冷酸灵品牌代言人——吴磊.....	16
图表 30: 冷酸灵的五款国家博物馆联名的牙膏.....	16
图表 31: 公司通过多元营销结合，提高品牌曝光度.....	17
图表 32: 公司逐步加大营销投放力度但整体可控.....	17
图表 33: 公司的品类逐步丰富.....	18
图表 34: 公司分产品的收入及增速情况.....	19
图表 35: 成人牙膏的量价拆分.....	20
图表 36: 各品牌热销款牙膏的均价对比（元/g）.....	20
图表 37: 冷酸灵牙膏的功效升级带动价格向上.....	20
图表 38: 冷酸灵抗敏感牙膏在线下零售的市场份额.....	21
图表 39: 抗敏感 3.0 技术矩阵.....	22
图表 40: 公司研发费用率领先同业.....	22
图表 41: 公司在研项目（与牙膏功效性有关的研究）.....	22
图表 42: 公司电动护理产品收入（百万元）及增速.....	23
图表 43: 公司口腔医疗与美容护理产品收入（百万元）及增速.....	23
图表 44: 公司电动护理产品的毛利率.....	23

图表 45:	公司口腔医疗与美容护理的毛利率	23
图表 46:	公司的专利技术情况（与电动牙刷有关）	24
图表 47:	公司目前共有 4 款电动牙刷且价格带较宽	24
图表 48:	公司的在研项目情况（与口腔医疗及美容护理产品有关）	25
图表 49:	公司目前主要的口腔医疗及美容护理产品	25
图表 50:	公司分渠道的收入及增速情况	26
图表 51:	公司在线下进行积极的多元化布局	27
图表 52:	公司具备成熟的经销商管理模式	27
图表 53:	公司各地区的经销商数量（家）	28
图表 54:	公司各地区单经销商的经销收入（万元）	28
图表 55:	公司电商渠道分平台销售占比（%）	29
图表 56:	公司各电商平台推广费用占电商收入占比（%）	29
图表 57:	公司电商渠道的毛利率（%）	29
图表 58:	冷酸灵在不同电商平台官旗的产品分类	29
图表 59:	公司的收入拆分及盈利预测	30
图表 60:	可比公司估值一览	31

一、公司情况：隶属重庆国资委，抗敏龙头迈向口腔大健康

深耕抗敏感赛道，迈向口腔大健康。公司主要从事口腔护理用品的研发、生产与销售，核心品牌“冷酸灵”的国民知名度高，具备消费者基础。1) **发展大事：**发展历史最早可以追溯至1939年的“大来化学制胰厂”，2001年12月由重庆牙膏厂通过股份制改造成立，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司，2023年4月，登康口腔在深圳证券交易所主板挂牌上市。2) **品牌&份额：**1987年冷酸灵脱敏牙膏上市，标志着“冷酸灵”的诞生；目前公司旗下拥有口腔护理知名品牌“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”。截至2023年，冷酸灵在线下零售市场位居牙膏龙四（本土龙二）和牙刷龙四（本土龙三）。3) **战略：**2013年制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，以口腔健康为主线，从“小口腔”向“大口腔”转型升级，不断提升牙膏、牙刷、漱口水、牙线等核心品类的市场份额，同时布局电动口腔类、口腔医疗、口腔美容服务等产业，打造第二曲线；致力于为大众提供口腔健康与美丽整体解决方案。

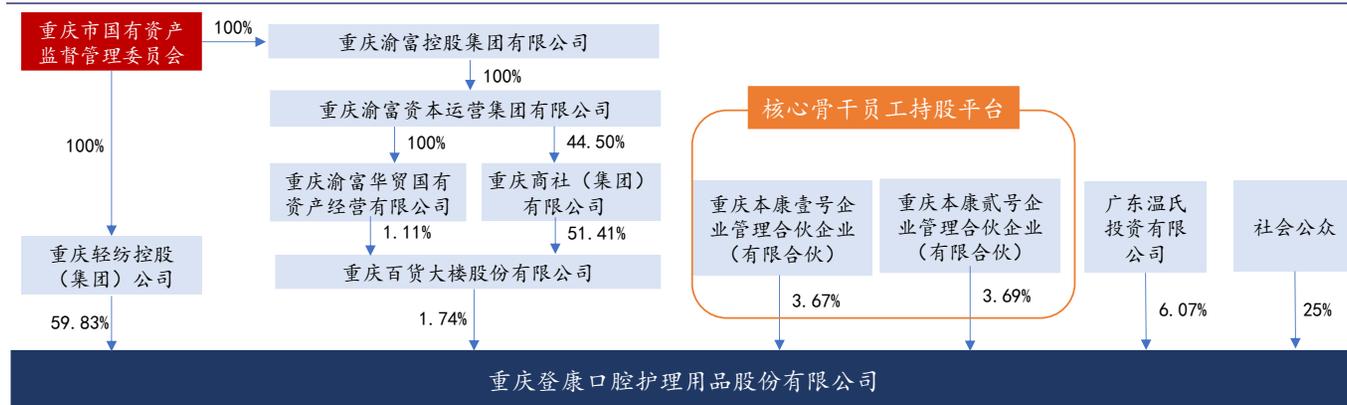
图表1：公司的发展历程

时间	事件
1939年	可以追溯至1939年的“大来化学制胰厂”
1959年	由大来制皂厂、大成制皂厂、中华制皂厂公私合营而成“重庆大来肥皂厂”，后更名为“重庆大来化工厂”。
1959年	在重庆大来化工厂建成牙膏车间，生产出了第一代皂胚型“东风牌”和巨龙牌牙膏。
1964年	经中国轻工部批准成立为西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂”，后更名为“重庆牙膏厂”。
1987年	冷酸灵脱敏牙膏上市，标志着冷酸灵的诞生。
2001年	12月通过股份制改革，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司。
2002年	荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定
2008年	登康口腔完成了厂区迁建，搬迁至江北区海尔路389号
2009年	登康口腔成立了冷酸灵康牙齿敏感研究中心
2012年	登康口腔相继通过ISO9001、ISO14000、OHSAS18000三标一体化认证，成为行业内率先通过三标一体化认证的企业之一。
2013年	登康口腔制定了“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，随后公司又制定了以“四梁八柱”为主体的业务规划和实施路径。
2016年	登康口腔开始构建以ERP系统为核心，CRM系统为龙头，OA系统为支撑，sHR、大数据平台等系统为辅助的“互联网+产业链”数字化运营平台，为公司实施数字化转型升级奠定了坚实基础。
2020年	登康口腔通过在重庆联合产权交易所公开挂牌增资引入了战略投资者，并实施了核心骨干员工持股，标志着混合所有制改革圆满完成。
2021年	4月登康口腔成功获得第二类医疗器械生产许可证，标志着公司正式具备了自主生产牙齿脱敏剂的资质和能力。
2022年	向中国证券监督管理委员会提交首次公开发行股票《招股说明书》等申报文件并获受理。
2023年	4月，登康口腔在深圳证券交易所主板挂牌上市，股票代码为001328。

资料来源：招股说明书，公司官网，太平洋证券整理

实际控制人为重庆国资委，设有员工持股激励平台。登康口腔初期由重庆牙膏厂联合重庆百货、机电集团、化医集团和新世纪百货作为发起人，在2001年12月14日共同发起设立。2004年重庆牙膏厂将其持有股份无偿划转给重庆轻纺集团（由重庆市国资委100%控股）。2020年公司进行混合所有制改革，引入温氏投资，同年设立核心骨干持股平台本康壹号、本康贰号。目前重庆国资委分别通过重庆轻纺控股（集团）公司和重庆百货间接持有公司股份59.83%和1.74%，成为登康口腔的实际控制人。

图表2：重庆国资委为实际控制人



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

管理层稳定，深耕口腔护理行业，赋能公司长期发展。公司核心高管加入公司平均在 20 年以上，拥有丰富的口腔护理行业运营管理经验，且管理层的一线岗位经验丰富，对行业的发展趋势判断准确，对公司发展思路清晰。

图表3：公司的管理层情况

姓名	职务	履历
邓嵘	董事长	1967年生，重庆工商管理硕士学院工商管理研究生，经济师。 1984年12月至2001年12月，历任重庆牙膏厂制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长、党委委员； 2001年12月至2005年4月，历任登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席； 2005年4月至2007年5月，任登康口腔党委委员、副总经理； 2007年5月至2012年8月，任登康口腔党委书记、总经理； 2012年8月至2016年12月，任登康口腔党委书记、董事长、总经理； 2016年12月至今，任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	董事，总经理	1975年生，重庆大学工商管理硕士研究生，正高级经济师。 1996年7月至2001年12月，任重庆牙膏厂销售科销售员； 2002年1月至2012年11月，历任登康口腔营销部副经理、经理、副部长、总经理助理兼营销部部长、党委委员； 2012年11月至2016年6月，任登康口腔党委委员、副总经理； 2016年6月至2016年12月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理； 2016年12月至2018年9月，任登康口腔党委委员、董事、总经理； 2018年9月至今，任登康口腔党委副书记、董事、总经理。
王青杰	董事，财务总监	1979年生，重庆工商大学会计学本科毕业、管理学学士，高级会计师。 2002年6月至2016年9月，历任登康口腔财务部科员、财务部主办科员、财务部会计科副科长、董事会秘书、财务部副部长、财务部部长； 2016年9月至2018年4月，任登康口腔党委委员、财务部长、董事会秘书； 2018年4月至2018年6月，任登康口腔党委委员、财务总监、董事会秘书； 2018年6月至2018年11月，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、董事会秘书； 2018年11月至2021年11月，任登康口腔党委委员、董事、财务总监； 2021年11月至今，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、工会主席。
邓金富	副总经理	1975年生，澳门城市大学工商管理硕士，高级工程师。 1998年7月至2001年12月，任重庆牙膏厂销售科销售员； 2001年12月至2018年11月，历任登康口腔营销部销售员、市场科副科长、市场科科长、营销部副部长、销售部部长、总经理助理、党委委员； 2018年11月至2019年6月，任登康口腔党委委员、副总经理； 2019年6月至2020年2月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理； 2020年2月至今，任登康口腔党委委员、副总经理。
杨祥思	董事会秘书	1976年生，重庆大学工商管理硕士研究生，工程师。 曾就职于重庆长安汽车股份有限公司、中煤国际工程集团重庆设计研究院、重庆美的通用制冷设备有限公司，历任团总支书记、企管文秘室主任、院办副主任、综合管理部部长等职务。 2009年6月加入登康口腔，2009年6月至2018年11月，历任主任科员、总经理办公室主任助理、企业管理部副部长、企业管理部部长、投资规划部/董事会办公室主任；2018年11月至今，任登康口腔董事会秘书，投资规划部、董事会办公室/证券部部长。

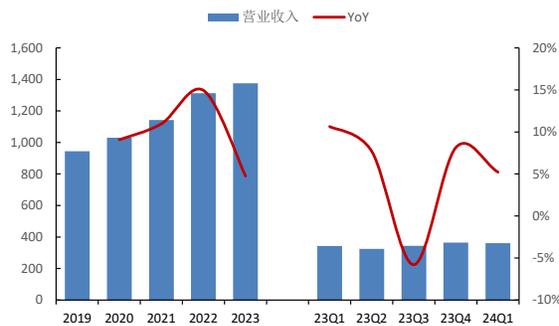
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

收入利润稳健增长。公司 2019-23 年收入/利润 CAGR 分别为 10%/22%，利润增速快于收入主

要得益于产品结构升级、高毛利品类延展、精细化运营和品牌势能向上。2023 年收入/归母净利润分别同比增长 4.8%/5%。24Q1 收入/归母净利润分别同比增长 5.2%/15.6%，保持稳健增长态势。

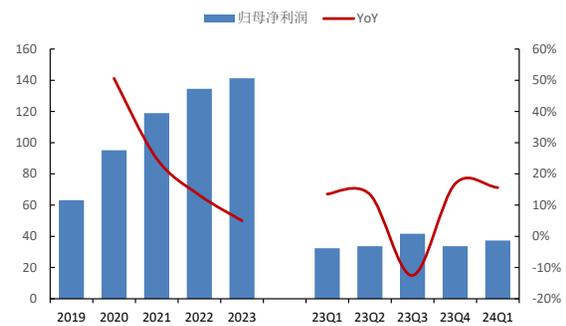
盈利能力持续向好，费用整体可控。1) 毛利率由 2019 年的 42.3% 提升至 2023 年的 44.1%，24Q1 毛利率进一步提升至 48.4%，主要来自于传统品类的功效升级、高毛利的新品类的收入占比提升。2) 费用端，2023 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+4.1/+0.7/+0.1/-0.5pct 至 28.1%/4.9%/3.1%/-1.2%，24Q1 分别同比-1.5/-2.5/+1.0/-0.3pct 至 31.8%/3.8%/3.6%/-1.0%，销售费用率小幅增加主因公司发力线上渠道和加大品牌宣传力度，但整体可控；管理费用率随着运营效率提升逐步优化。3) 净利率由 2019 年的 6.7% 提升至 2023 年的 10.3%。盈利能力持续向好。

图表4：公司的收入及增速（百万元，%）



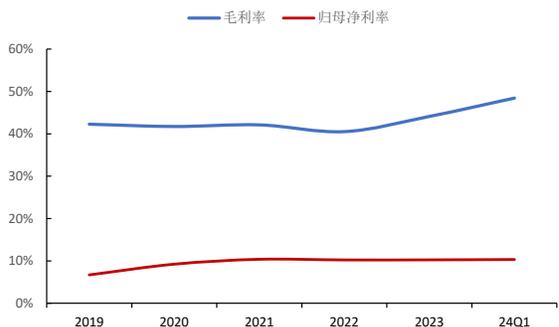
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表5：公司的归母净利润及增速（百万元，%）



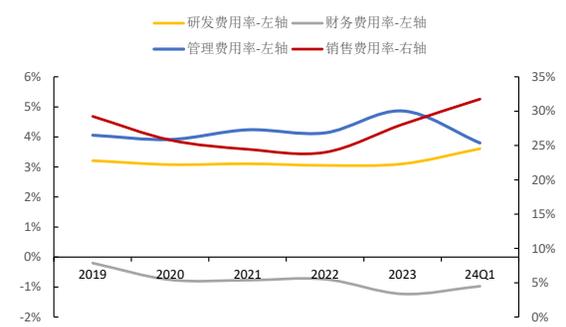
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司的毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表7：公司的期间费用率情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

二、口腔护理行业：行业稳步扩张，国货蓄力迸发

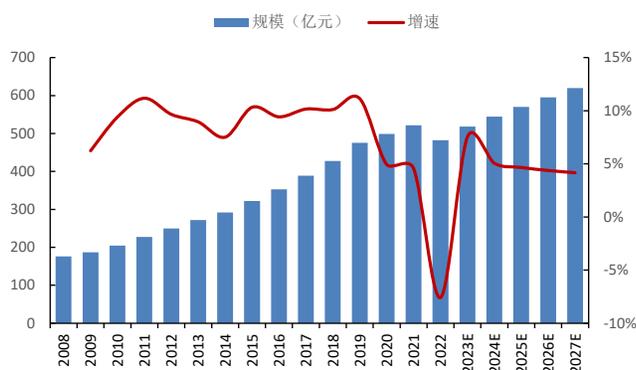
(一) 市场规模：超 500 亿市场，牙膏牙刷占主要份额，新品类快速增长

口腔清洁护理用品市场规模达到 500 亿，行业低个位数平稳增长。我国口腔清洁护理用品行

业市场规模呈现逐年增长趋势，2017-2021 CAGR 为 7.65%。2021 年我国口腔清洁护理用品行业市场规模同增 4.56% 至 521 亿元，其中牙膏、牙刷占比在 59.7%/33.9%。2022 年受疫情影响，行业略有下滑至 482 亿元，预计未来将保持 5.2% 的增速，2027 年市场规模将达到 620 亿元。

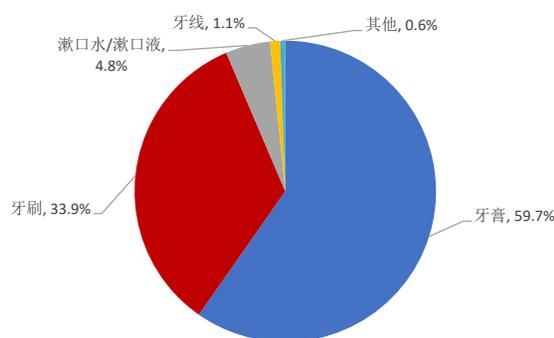
未来行业的增长驱动主要来自人均口腔支出的增加：1) 目前人群渗透率较高，但刷牙频次存在提升空间；2) 牙膏的复合功效、牙刷的联名 IP 设计和刷头的技术升级带来的单价的提升；3) 新兴品类带来的创新需求。

图表8：中国口腔清洁护理用品市场规模



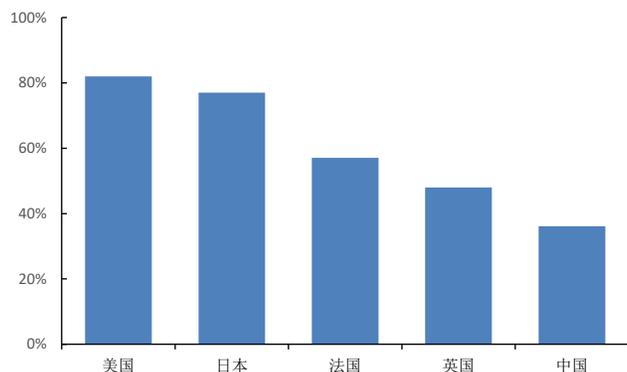
资料来源：欧睿，太平洋证券整理

图表9：2021 年我国口腔清洁护理用品产品结构



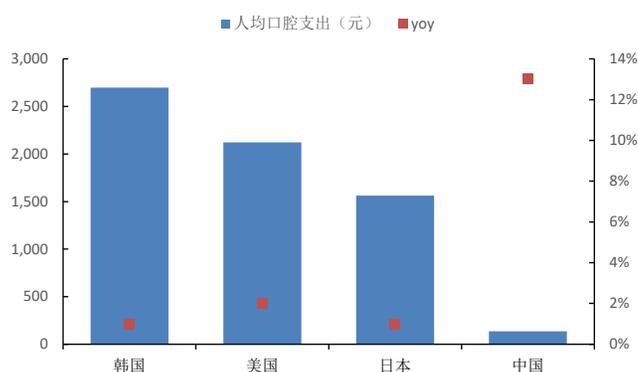
资料来源：登康口腔招股说明书，太平洋证券整理

图表10：各国 2 次及 2 次以上刷牙人口占比



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表11：中国人均口腔支出存在较大的提升空间



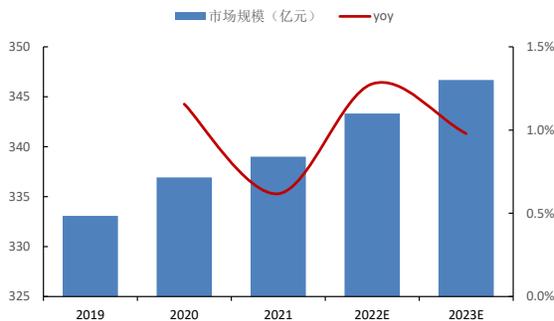
资料来源：《2021 年天猫口腔护理消费趋势洞察白皮书》，太平洋证券整理

传统品类增速放缓，由过去的量增切换至价增。根据尼尔森数据，2019-2021 年牙膏行业市场规模增速保持在 1% 左右，预计未来继续保持 1% 左右的增速，2023 年的市场规模将达到 347 亿元。同样牙刷行业的销售额近 3 年略有下滑。牙刷牙膏行业整体增速有所放缓，增长动能切换，

由过去渗透率提升带来的量增切换至产品升级迭代带来的价增。根据国家发改委数据，36大中城市的牙膏均价逐年提升，2018-23年价格增长CAGR为5.1%。而牙膏的需求量较为稳健，产量和表观需求量的仅小幅增长。

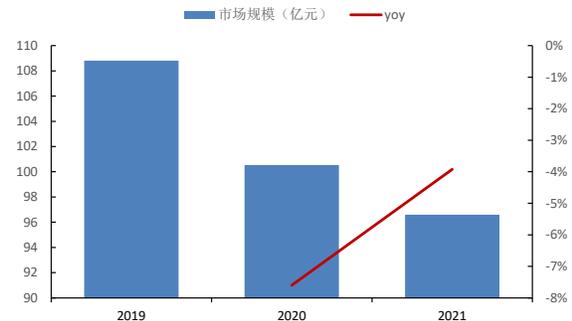
我们认为价增驱动来自于：1) 牙膏：复合功效驱动单价向上，随着消费者保护牙齿的意识逐渐增强，对产品功能性的要求提升，新成分牙膏如酵素美白牙膏、益生菌牙膏等定价普遍偏高，成分和细分功能带动牙膏均价持续向上；其中牙龈护理类以云南白药为代表，抗敏感类以冷酸灵和舒适达为代表。2) 牙刷：材质升级、技术工艺升级以及IP联名等，比如采用进口刷丝替代国产刷丝、更多使用环保材质，或者采用无铜植毛技术替代传统植毛，或通过IP联名的形象提高产品附加值等。

图表12：牙膏行业市场规模（亿元）及增速



资料来源：尼尔森零售研究数据，太平洋证券整理

图表13：2019-2021年牙刷全渠道销售额（亿元）



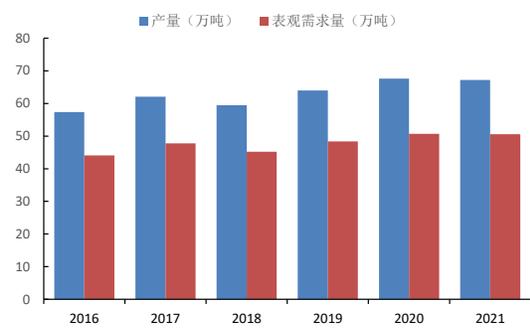
资料来源：登康口腔招股说明书，太平洋证券整理

图表14：牙膏均价稳步提升



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表15：牙膏需求量较为稳健

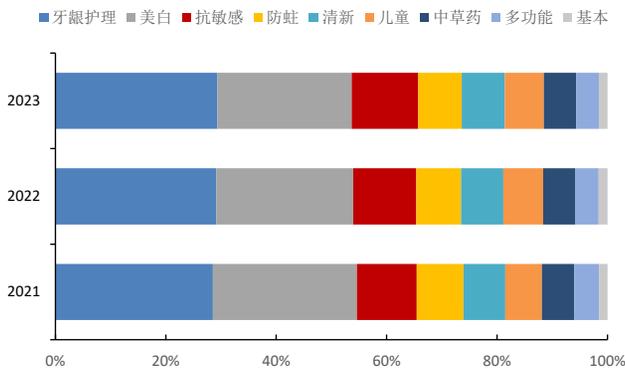


资料来源：华经情报网，太平洋证券整理

牙膏的功效升级带动均价向上。根据尼尔森数据，2021-2023年，美白和防蛀类牙膏市场份

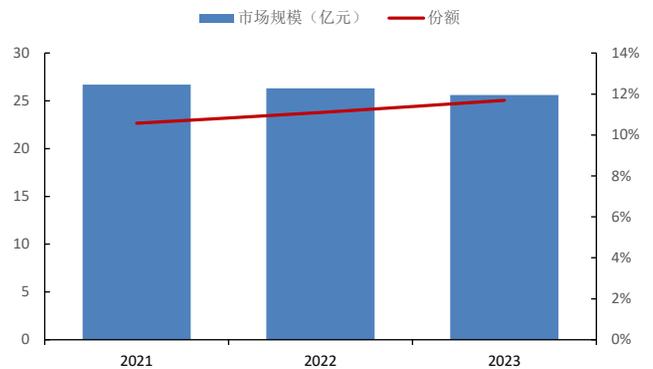
额持续萎缩，牙龈护理、抗敏感和中草药等强功效、高溢价的功能品类持续提升，尤其是抗敏感牙膏的市场份额呈现上升趋势。此外，在外观设计+功效升级的带动下，牙膏的价格上限较高，其中泵式设计、多重功效的产品具备更高的单价。

图表16：2021-2023 年我国牙膏线下产品功效结构占比及变化（%）



资料来源：尼尔森零售研究数据，太平洋证券整理

图表17：2021-2023 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额占比情况



资料来源：尼尔森零售研究数据，太平洋证券整理

图表18：不同品牌的牙膏价格带对比

品牌	产品名称	功效	规格	单价 (元/支)	单价 (元/克)
好来	科研活氧美白牙膏	焕白效能加成	100g*2	228元	1.14
竹盐	喜马拉雅粉盐双管洁白牙膏	清新口气，减少牙菌斑，呵护牙龈	170g	129元	0.76
高露洁	焕白臻致按压直立式含氟牙膏	防蛀，抗敏，亮白	100g	69.9元	0.70
云南白药	泵式活性肽牙膏	修复口腔粘膜，增强口腔抵御力	100g	59.9元	0.60
冷酸灵	医研抗敏（修护口腔粘膜）牙膏	抗敏，修护口腔粘膜	110g	40.9元	0.37
舒适达	多效护理抗敏感牙膏	护龈，防蛀，抗敏感	100g	35元	0.35
纳爱斯	健爽白牙膏	去渍美白，清新口气	120g	39.9元	0.33
高露洁	酵素美白牙膏	溶渍、亮白、锁白	120g	34.9元	0.29
舒客	专研酵素美白牙膏	美白去渍，清新口气	120g	29.9元	0.25
云南白药	经典薄荷牙膏	修护粘膜损伤，减轻牙龈出血，温和不刺激	100g	23.8元	0.24
中华	酵素牙膏	减菌，修护，亮白，清新	120g*3	82.9元	0.23
狮王	抗糖酵素美白牙膏	美白，高活酵素，高能修护	130g	29元	0.22
纳爱斯	竹炭净白牙膏	清新口气，减少牙菌斑，美白牙齿	120g	19.9元	0.17
竹盐	精研卓效牙膏	预防牙菌斑生成，改善牙龈炎	170g	28元	0.16
舒客	专效防蛀氟素牙膏	抑酸防蛀，健龈固齿，改善口气	140g	16.9元	0.12
好来	双重薄荷牙膏	清新口气	120g	12.9元	0.11
冷酸灵	冷酸灵经典系列（升级焕新）	经典抗敏感牙膏，兼具清火、防菌、固齿护龈等功效	240g	23.9元	0.10
中华	中华花清护牙膏	减菌，清火，清新	180g	16.5元	0.09
竹盐	清新源牙膏	减少牙渍，洁白牙齿	110g	10元	0.09
纳爱斯	花悦白牙膏	减轻牙渍，减少软垢，洁白牙齿	120g	9.9元	0.08

资料来源：各品牌天猫旗舰店，太平洋证券整理

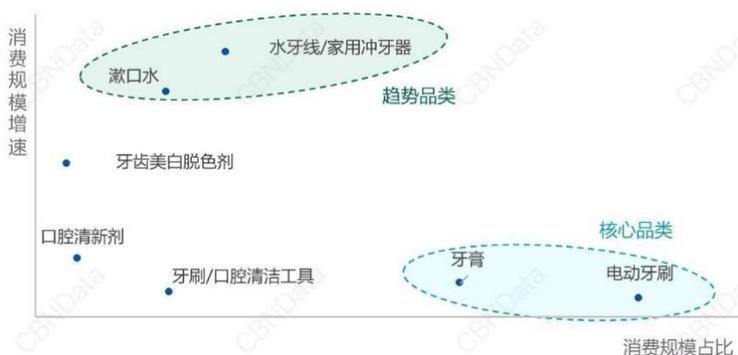
产品品类需求化多样化，关注细分品类的潜在市场空间。随着消费者需求逐步多样化和个性化，加快了口腔清洁护理用品行业的细分及纵深化发展，消费趋势呈现出产品功效需求多元化、

产品品类需求多样化、产品口味需求个性化、产品外观偏好差异化的趋势。在牙膏、牙刷等传统品类之外，诞生了一些细分品类如电动牙刷、冲牙器、牙线签、牙线、漱口水等，口腔行业品类结构趋于多元和成熟。根据 CBNDATA 数据，趋势品类呈现出高速增长的态势，其中以电动牙刷和漱口水为例：

- ✓ **电动牙刷市场处于发展初期，市场渗透率低，行业快速发展。**中国电动牙刷市场 2016-2020CAGR 为 48.5%，2020 年市场规模为 185 亿元，预计 2025 年市场规模达到 466 亿元。行业渗透率由 2016 年的 1.5% 提升至 2020 年的 8.7%，仍处于较低水平，随着公众口腔健康意识的增强和购买力提升，渗透率有望在 2025 年达到 35.3%。目前飞利浦、欧乐 B 等传统老牌电动牙刷制造商仍在市场中处于领先地位，舒客、黑人等传统牙刷品牌和 Usmile、worms、小米等国内外新进品牌也占据一席之地，松下、小熊、新宝等传统家电企业也开始在电动牙刷领域布局，市场竞争较为激烈。
- ✓ **漱口水/漱口液新品类领涨口腔护理行业。**2021 年漱口水/漱口液的市场规模达到 25 亿，同增 65%。2022 年受疫情影响下滑至 17.2 亿元，预计未来将继续保持 17% 的年均复合增速，预计 2027 年市场规模将达到 38 亿元。漱口水主要品牌有李施德林、参半、皓乐齿、黑人、高露洁贝齿等，2022 年市场份额分别为 29.9%/24.0%/10.0%/6.3%/6.2%。新进入者较多，包括以牙膏牙刷为主的传统品牌黑人、佳洁士、高露洁等。

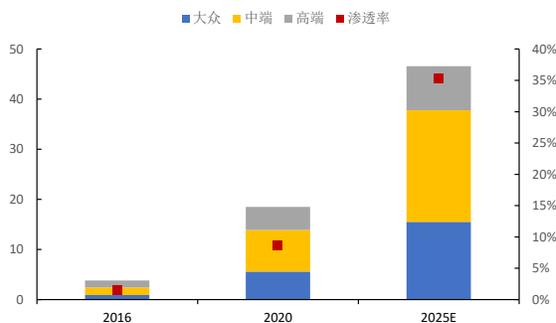
这些新品类（如漱口水、牙线签、牙线、牙贴等）的货值低、需求过于细分，且行业进入门槛较低，主要由率先布局的国际品牌、互联网品牌（借助代工厂生产、通过营销投放等快速放量）占据主要市场份额，头部口腔护理品牌完善产品品类布局，打造一站式口腔护理平台，借助品牌势能有望分得一杯羹。

图表19：2021 年天猫平台口腔护理细分品类消费规模趋势



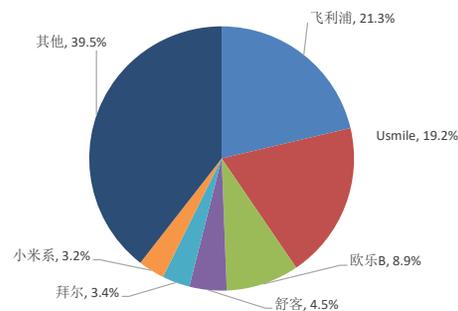
资料来源：CBNDATA

图表20：中国电动牙刷市场的零售额及渗透率(十亿元，%)



资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表21：中国电动牙刷市场的竞争格局



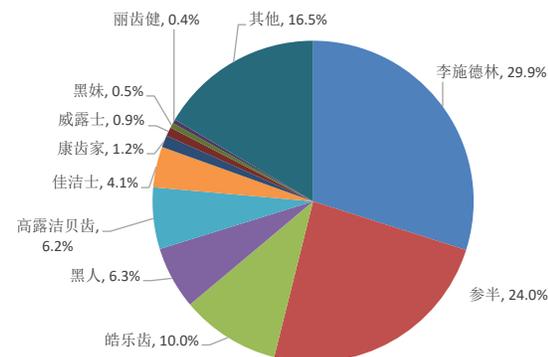
资料来源：华经情报网，太平洋证券整理

图表22：我国漱口水的零售额(亿元)及增速



资料来源：欧睿数据，太平洋证券整理

图表23：2020年阿里平台漱口水品牌TOP10

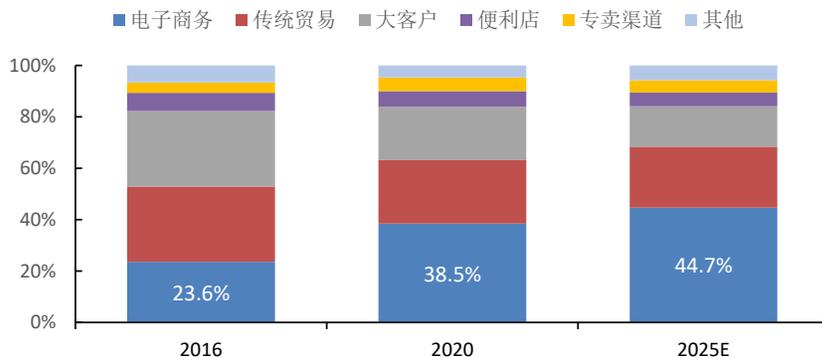


资料来源：华经情报网，太平洋证券整理

(二) 竞争格局：品牌分化明显，国牌表现亮眼

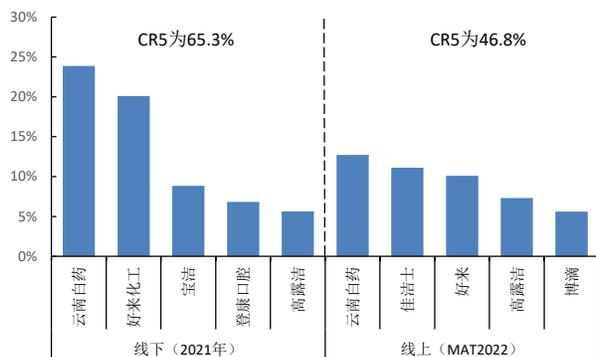
线下渠道壁垒深厚，线上竞争激烈；牙膏集中度较高，头部品牌份额领先；牙刷集中度较低，呈现你追我赶局面。牙膏牙刷作为传统品类，深耕线下渠道多年，目前线下渠道占比仍在 65%+，由于线下渠道需要前期大规模资金投入做好渠道铺设，传统品牌的壁垒深厚，新锐品牌难以突围；线上渠道的竞争较为激烈，尤其随着直播电商的兴起，线上提供直接触达消费者、多元内容营销等方面，为新锐品牌提供快速起量机会。分品类来看，1) 牙膏集中度较高，线下/线上 CR5 分别为 65.3%/46.8%，线下头部品牌份额领先明显，线上竞争激烈，份额差距被拉小；2) 牙刷线下/线上 CR5 分别为 28%/31%，线上线下的集中度不大差距且未出现明显领先的头部品牌，我们认为主要是各品牌牙刷的差异性不大，消费者对牙刷的品牌粘性和忠诚度不高。

图表24：中国口腔护理市场零售额（按渠道划分）



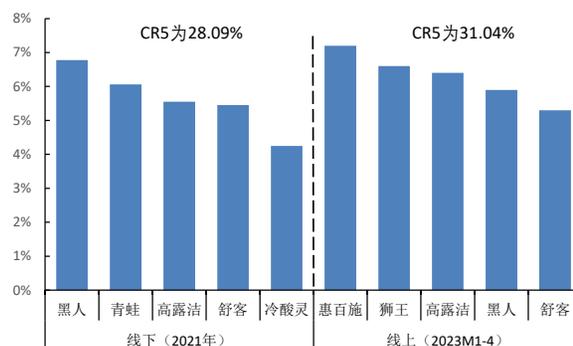
资料来源：薇美姿招股说明书，太平洋证券整理

图表25：牙膏分渠道的市场集中度



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表26：牙刷分渠道的市场集中度



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

各品牌份额出现明显分化，渠道根基扎实且灵活的国货品牌逆势向上。云南白药、冷酸灵和舒客等国货品牌份额稳步提升，佳洁士、中华等外资品牌及长尾小品牌份额逐渐收缩。我们认为出现分化的原因：(1) 线下渠道根基扎实：疫情后 KA、商超等线下场所的流量回落，对品牌经销和分销体系产生冲击和挑战，线下渠道更考验品牌的深度分销能力，外资品牌的竞争力有所弱化；(2) 把握新兴渠道带来增量市场：面对直播电商等新兴渠道和新的营销方式，国货品牌反应迅速，快速布局新兴渠道把握流量红利企业市场份额有望进一步提升；(3) 市场洞察完成产品功效性升级：需求端多元化和细分化的背景下，后疫情时代下国货品牌更能了解本土市场消费者需求，持续推出契合消费者需求的产品，把握消费者心智和维系用户粘性。

图表27：牙膏行业分品牌的市场份额变化



资料来源：欧睿数据，太平洋证券整理

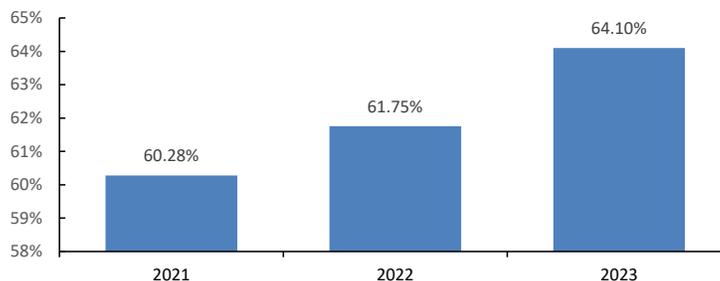
三、成长性分析：多品类多元增长，多渠道协同并进

(一) 品牌：定位“抗敏感+”地位稳固，国货“老字号”年轻化焕新

核心品牌冷酸灵线下渠道位居牙膏国货龙二、牙刷国货龙三，在抗敏感牙膏赛道稳居龙头地位。公司长期专注抗敏感牙膏细分赛道，1974年，公司前身重庆牙膏厂与重庆市口腔病医院联合研制成功我国第一支氯化锶抗过敏牙膏；1987年，“素美”牌脱敏牙膏横空出世，后续引进意大利、瑞典等生产线；1994年，推出焕新升级的全塑复合材料包装的冷酸灵牙膏。品牌精准定位大众消费市场，并精准切入抗敏感这一细分功效赛道，并以“冷热酸甜，想吃就吃”的广告标语，成为家喻户晓的牙膏品牌。

根据尼尔森零售数据，2023年登康口腔在线下销售渠道中，牙膏产品的零售额市场份额占比为8.04%，位列行业品牌第四、本土第二；牙刷的零售额份额占比为5.29%，位列行业第四、本土第三。2021-2023年，冷酸灵品牌在抗敏感细分领域的线下零售市场份额占比分别为60.28%、61.75%和64.10%，龙头效应持续凸显。

图表28：冷酸灵抗敏感牙膏在线下零售的市场份额



资料来源：尼尔森零售研究，太平洋证券整理

多元营销方式结合，提高品牌曝光度，加快品牌年轻化进程。作为牙膏老字号品牌，主体消费人群为中老年人，面对消费人群的老龄化，公司采用多元的营销方式结合，实施“专业化、国民化、年轻化”的三化战略。

- ✓ **官宣全新代言人：**牵手全新品牌代言人吴磊，助力国民品牌年轻化，同时推出品牌全新的升级 TVC（电商广告），品牌代言人吴磊作为时代旅客以新时代年轻人的视角，在冷酸灵的时代列车上见证 83 年来冷热酸甜的时代发展与变迁，共同诠释国民品牌和国民演员的实力与专业，守住品牌年轻化与专业化的调性，印证品牌的国民地位，提升品牌高度。
- ✓ **打造自有新年 IP：**挖掘品牌与国民新年祝愿祈福的契合点，围绕 #万事万灵冷酸灵#的话题传播，打造冷酸灵独有的新年 IP。22 年春节期间，推出新年社交产品“福运流彩”牙膏礼盒，包含“福”、“禄”、“寿”三款牙膏，分别象征着幸福、财运、长寿。
- ✓ **多平台全域营销，引爆 IP 热度：**新年自有 IP 在小红书、微博等社交平台被达人主播种草；在知乎平台以“敏感清零，万事万灵”引发讨论并直冲自然热搜 TOP 8；推出首部新春动漫—万事万灵事务所，引发消费者的情感共鸣；抖音分屏合拍吸引消费者加入共创，深化消费者对 IP 的认知和理解；线下在商圈大屏、楼宇广告、公交、轻轨、高铁、电视、院线广告等大众传统进行立体投放，多触点、高频率触达消费者，占据消费者心智。
- ✓ **IP 联名：**随着 Z 世代逐渐成为消费的主力军，在产品设计上开始转变，比如推出联名包装，如联合中国国家博物馆推出系列牙膏，从商朝后母戊鼎、汉代击鼓说唱陶俑、明代青花竹石芭蕉纹梅瓶、郑板桥华封三祝图轴、乾隆霁青金彩海晏河清尊文物中汲取设计灵感，打造了五款国博潮新款牙膏，借文化 IP 提升品牌内涵，打造年轻潮流的品牌形象。

图表29：冷酸灵品牌代言人——吴磊



资料来源：微信公众号，太平洋证券整理

图表30：冷酸灵的五款国家博物馆联名的牙膏



资料来源：中妆资讯，太平洋证券整理

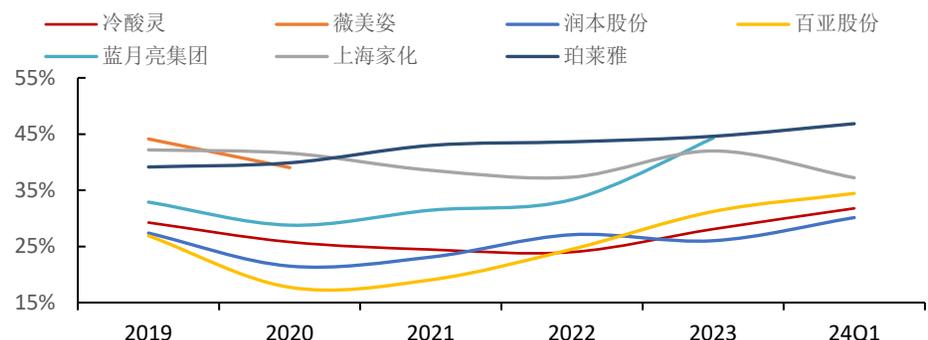
图表31：公司通过多元营销结合，提高品牌曝光度



资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

高举高打快速占据消费者心智，销售费用率整体可控。公司近些年持续加大销售宣传力度，以及线上渠道的投放，销售费用率由过去约 25% 提升至 2024Q1 的 31.8%，但对比其他的个护品牌如薇美姿、百亚股份、蓝月亮等表现可控，化妆品公司由于高毛利且竞争激烈，整体销售费用率较高。

图表32：公司逐步加大营销投放力度但整体可控



资料来源：Wind，太平洋证券整理

(二) 产品：传统品类价增驱动，多元品类打造新增长点

公司主营产品包括牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品，电动牙刷、冲牙器等电动口腔护理用品，口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品，以及牙齿脱敏剂等口腔医疗器械。其中传统品类为牙膏和牙刷（不包括电动牙刷），新品类包括电动口腔护理产品、口腔医疗与美容护理。公司主要是从 2020 年开始生产口腔抑菌膏和牙齿脱敏剂等口腔医疗及美容护理产品。目前牙膏、口腔卫生用品和医疗器械类产品以公司自主生产为主，部分需求量较大的基础及预护平台牙膏，以及牙刷、电动牙刷等其他口腔清洁护理用品主要采用委托生产方式。

图表33：公司的品类逐步丰富

传统品类				新品类			
牙膏		牙刷		电动口腔护理产品		口腔医疗与美容护理	
成人牙膏	儿童牙膏	成人牙刷	儿童牙刷	电动牙刷	冲牙器	漱口水	消字号口腔抑菌膏 消字号口腔抑菌护理液 械字号牙齿脱敏剂
自主生产 部分外协		外协生产		外协生产		外协生产	自主生产

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

1、传统品类：产品升级带来价增驱动，抗敏市场份额有望持续提升

牙膏牙刷产品贡献公司 97% 的收入，其中儿童口腔护理业务增长较快。目前公司旗下拥有口腔护理知名品牌“登康”、“冷酸灵”、高端专业口腔护理品牌“医研”、儿童口腔护理品牌“贝乐乐”以及高端婴童口腔护理品牌“萌芽”，核心产品为牙膏和牙刷，2023 年收入分别占比为 83.3%/13.6%。牙膏和牙刷作为传统的口腔护理产品，市场渗透率已经很高，公司仍能维持个位数的增长，其中儿童口腔护理产品增长较快。

毛利率来看，儿童牙膏/牙刷的售价较高，盈利情况显著好于成人；成人牙膏随着产品功能性升级以及产品结构优化，毛利率提升明显。

图表34：公司分产品的收入及增速情况

百万元	2019	2020	2021	2022	2023
营业总收入	944	1030	1143	1313	1376
牙膏+牙刷	939	1021	1125	1287	1334
牙膏业务	814	902	974	1125	1147
成人牙膏	773	842	900	1053	1074
儿童牙膏	41	60	75	72	73
牙刷业务	125	118	150	162	188
成人牙刷	113	105	127	136	155
儿童牙刷	12	13	24	27	32
YoY		8.6%	10.2%	14.5%	3.6%
牙膏业务		10.8%	8.0%	15.5%	1.9%
成人牙膏		8.8%	6.9%	17.1%	2.0%
儿童牙膏		48.2%	23.6%	-3.3%	0.6%
牙刷业务		-5.4%	27.0%	7.7%	15.7%
成人牙刷		-6.7%	20.3%	7.0%	14.7%
儿童牙刷		6.6%	80.5%	11.4%	20.8%
毛利率					
牙膏业务	44.0%	43.3%	44.3%	41.9%	42.1%
成人牙膏	43.0%	42.0%	43.0%	41.0%	45.0%
儿童牙膏	63.0%	61.0%	60.0%	55.0%	
牙刷业务	27.5%	27.3%	30.7%	31.8%	28.2%
成人牙刷	27.0%	27.0%	29.0%	30.0%	34.0%
儿童牙刷	32.0%	30.0%	40.0%	41.0%	

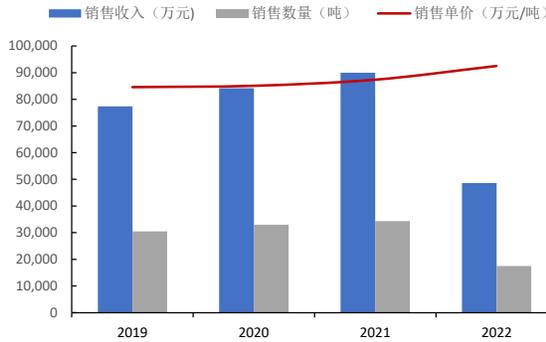
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

我们认为冷酸灵品牌未来存在抗敏渗透率提升+价增的成长性。1) 价的角度，品牌具备极高国民知名度，产品单价处于中低价格带，具备提价空间；推出抗敏感 plus 的多重功效产品，形成中高端的产品矩阵带动价格带向上。2) 市场份额的角度，随着品牌力、产品力和渠道力的驱动，在抗敏感赛道的份额有望持续提升。

价的角度，公司成人牙膏的销售单价稳步提升，23年单价同比提升5.9%，主要来自于产品功效升级（抗敏感+）以及品牌势能放大；横向对比主流牙膏品牌的热销产品的零售均价，冷酸灵的畅销产品“专研抗敏护龈牙膏”的单克均价在0.16元，而舒适达、舒客的单克均价能够达到0.24/0.25元，产品定价处于中低价格区间，具备较大的提价空间。

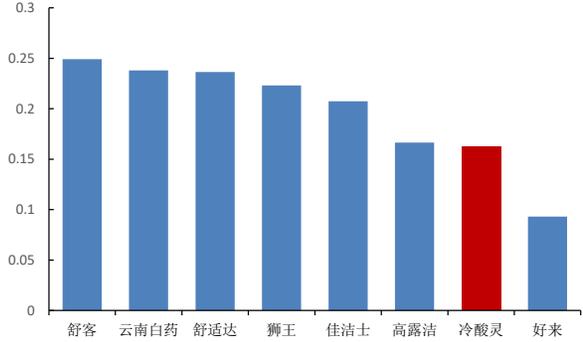
此外公司通过汰换低价产品、产品包装升级、IP联名、“1+X”多元功效产品矩阵推出，带动整体价格带向上，目前形成了基础、预护、专研、医研四大平台的产品矩阵，其中产品价格带下至10元/100g、上达33元+/100g。随着高单价、高毛利的专研和医研产品的份额增加，带来产品结构优化，牙膏业务的ASP和盈利能力有望持续提升。

图表35：成人牙膏的量价拆分



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表36：各品牌热销款牙膏的均价对比（元/g）



资料来源：各品牌天猫旗舰店，太平洋证券整理

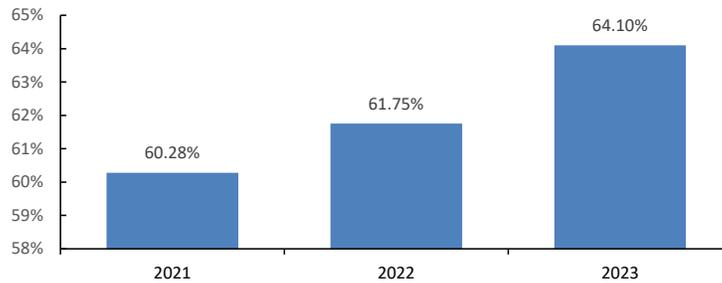
图表37：冷酸灵牙膏的功效升级带动价格向上

系列	产品	产品介绍	规格	价格	图片
医研平台 (33元+/100g)	医研抗敏（专效修复）牙膏	产品遇水迅速释放活性离子，形成类牙齿成分羟基磷灰石层，沉积堵塞暴露的牙本质小管，以达到持续抗敏的效果	110g	售价：36.9元 优惠价：29.9元	
	医研抗敏（修护口腔黏膜）牙膏	从天然植物中提取活性成分，在刷牙时作用于口腔软组织，帮助健康口腔细胞修复，经临床试验验证，连续使用能达到修护口腔黏膜的作用。适用于易发口腔溃疡的人群	110g	售价：40.9元 优惠价：29.9元	
	医研抗敏（即速 60sTM）牙膏	经临床试验验证，60s 内迅速缓解牙齿敏感疼痛，适用于有明显牙齿敏感疼痛的人群	110g	售价：35.9元 优惠价：28.9元	
专研平台 (22元左右/100g)	专研抗敏牙膏	舒缓因子（硝酸钾）舒缓敏感疼痛，缓解牙齿敏感； 修护因子（氯化锶六水合物），修护敏感牙齿	100g	售价：21.9元 优惠价：14.9元	
	专研抗敏（美白配方）牙膏	帮助减轻牙齿色渍、自然亮白牙齿；有效缓解牙本质敏感	100g	售价：21.9元 优惠价：14.9元	
	专研抗敏（护龈配方）牙膏	蕴含天然葡萄柚果提取物；氨基酸系缔密泡；有效缓解牙本质敏感	100g	售价：21.9元 优惠价：14.9元	
	专研抗敏（植物炭深洁）牙膏	植物炭黑取材椰树；120%吸附力，有效吸附口腔异味；有效缓解牙本质敏感	100g	售价：21.9元 优惠价：14.9元	
	专研抗敏（益生菌）牙膏	添加益生菌；呵护口腔微环境；清润果香香型、温和清新；有效缓解牙本质敏感	100g	售价：21.9元 优惠价：14.9元	
	专研抗敏（防龋）牙膏	阻隔糖酸，抵抗牙釉质被侵蚀；1450PPM氟素（单氟磷酸钠），有效防龋；舒缓敏感，修护敏感牙齿	100g	售价：21.9元 优惠价：14.9元	
预护平台 (12-20元/100g)	美白系列	主打美白功效，含从谷物中提取的“植酸钠”天然美白成分，与牙齿表面的茶渍、咖啡渍、烟渍等外源性色渍进行结合，达到不伤害牙齿、天然安全美白的功效。	110g	售价：21.9元 优惠价：16.9元	
	优护系列	主打减少口腔有害细菌，缓解牙龈红肿出血，从而达到护龈、护理口腔健康的作用。			
	口气清新系列	主打口感劲爽、透明膏体的特色，以水果、茶、盐等不同口味元素，达到口气清新效果。	170g	售价：21.9元 优惠价：16.9元	
基础平台 (10元左右/100g)	泵式系列	突破传统管状牙膏包装，采用全新直立按压泵式包装，革新了牙膏产品的包装形式和使用方式，主打时尚、新颖、便捷的特性	120/ 130g	售价：24.9元 优惠价：19.9元	
	经典系列（升级焕新）	冷酸灵持续经营的经典抗敏感牙膏，在第一代抗敏感技术的基础上焕新升级，同时开发清火、防菌、固齿护龈产品系列。	240g	售价：23.9元 优惠价：19.9元	

资料来源：冷酸灵天猫旗舰店，太平洋证券整理

从市场份额的角度，冷酸灵在抗敏感赛道具备深厚的消费者基础，有望持续受益；根据尼尔森数据，冷酸灵品牌在抗敏感细分领域的线下零售市场份额占比由 21 年的 60.28% 提升至 23 年的 64.10%；未来有望凭借优质的品牌资产、持续升级的产品和深厚的渠道基础，不断提升抗敏感赛道的市场份额。

图表38：冷酸灵抗敏感牙膏在线下零售的市场份额



资料来源：尼尔森零售研究，太平洋证券整理

重视研发，布局抗敏感 3.0 技术矩阵。公司倡导“营销+研发”双轮驱动发展，紧密围绕市场需求，坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的科技创新研发机制，研发费用投入和研发费用率均处于行业领先水平，2023 年研发费用率达到 3.11%。

1) 研发体系：采用创新开发消费者和业务研究（CBR）体系，根据企业战略制定产品战略及规划，理解市场环境，识别和选择业务机会，并转化为投资组合和业务计划，在开发完成后将产品推向市场，并实施产品生命周期管理。

2) 产学研结合：依托国家级博士后科研工作站、重庆市博士后科研工作站人才创新基地等高校和科研院所吸引和招募国内外优秀专业人才，合作开展口腔大健康领域、牙齿疾病机理等多学科、多维度、多层次的产学研医协同创新合作，同时设立与伦敦玛丽女王大学教授、英国皇家工程院王文院士为首的海智工作站，引领在口腔专业领域和医疗领域的持续性、开创性、创新性工作。

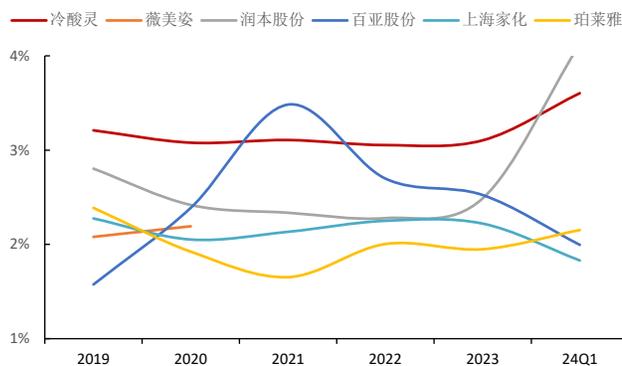
3) 研发进展：公司拥有国际国内行业领先的生物活性玻璃陶瓷材料技术等 14 项技术成果及 13 项在研项目，获 170 项国内授权专利；实现了抗敏感 3.0 技术矩阵，从 1.0 的锶盐抗敏基数、2.0 的双重抗敏基数到 3.0 的生物矿化抗敏技术，产品技术围绕抗敏感持续迭代升级，获得国家专利。

图表39：抗敏感 3.0 技术矩阵



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表40：公司研发费用率领先同业



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表41：公司在研项目（与牙膏功效性有关的研究）

主要研发项目名称	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
口腔硬组织研究	研究阶段	建立牙体硬组织磨损和修复的基础研究平台，为强化新材料的生物学效应赋能	提高核心 修复 系列产品专业化技术竞争力
口腔软组织研究	研究阶段	建立口腔软组织的基础研究平台，为口腔软组织再生新技术赋能	提高核心 护龈 系列产品专业化技术竞争力
口腔微生态及抑菌效果研究	迁移阶段	建立适合口腔清洁护理用品抑菌效果的评价方法，为创新抑菌技术赋能	提高核心 抑菌 系列产品专业化技术竞争力
抗牙本质敏感机理及迭代技术研究	迁移阶段	建立细分化的抗牙本质敏感评价方法，为创新抗敏技术赋能	提高核心 抗敏 系列产品专业化技术竞争力
面向口腔健康的抗敏生物材料开发与产业化	计划阶段	开发创新生物材料，迭代抗敏技术，为创新抗敏技术赋能	培育 全新抗敏技术 ，丰富公司医研系列产品线
专研平台产品功效强化及升级	放大与验证阶段	专研平台产品的抗敏、美白和护龈功效得到深化和加强	新技术迭代， 专研平台 产品线竞争力提升，品牌专业化加强
安心优护儿童牙膏产品开发项目	放大与验证阶段	安心优护系列儿童新品上市	新技术迭代， 儿童产品 市场竞争力提升
天然系列牙膏开发	开发阶段	天然健康系列口腔护理产品实现产业化	助力 天然 系列产品市场拓展，提升品牌形象
抗糖护齿技术及牙膏开发产业化项目	放大与验证阶段	成人抗糖酸牙膏上市	拓展公司 功效种类 ，赋能牙膏品类的可持续发展
益生菌牙膏升级产品研究	研究阶段	实现灭火益生菌功效成果评价和输出，升级优化后的益生菌产品上市	益生菌 系列产品线拓展，整体盈利能力加强，市场占有率进一步提升
新型防龋材料的开发及其在儿童牙膏系列产品开发	开发阶段	实现新型防龋材料在儿童产品的应用转化，提升儿童牙膏产品抗糖酸防龋效能	建立新型 防龋功效 技术平台，巩固和加强儿童牙膏技术壁垒
预护平台抗口气功效提升及产品升级	开发阶段	爽系列升级配方上市，赋予预护平台产品全新的口气清新体验	提升 预护 平台产品竞争能力

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

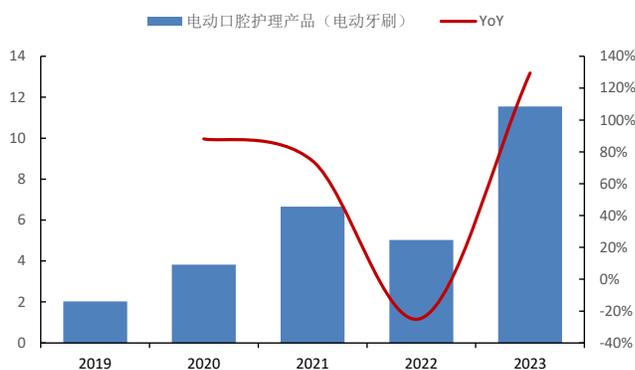
2、新品类：布局智能口腔&口腔医疗，探索增长新动能

从基础口腔护理向口腔医疗、口腔美容快速延伸，为口腔大健康产业奠定基础。目前公司逐步丰富了牙齿脱敏剂、口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液、牙线棒、正畸牙刷、正畸保持器清洁片等细分品类，同时布局了电动牙刷、冲牙器等电动口腔护理用品。2023年电动牙刷/口腔医疗与美容护理产品分别同比增长129.5%/47.6%至1155/2794万元，22年电动牙刷出现下滑主因受牙刷

新国标 GB39669-2020 实施的影响，委托生产采购数量下滑，进而导致销量下滑，23 年恢复高增。

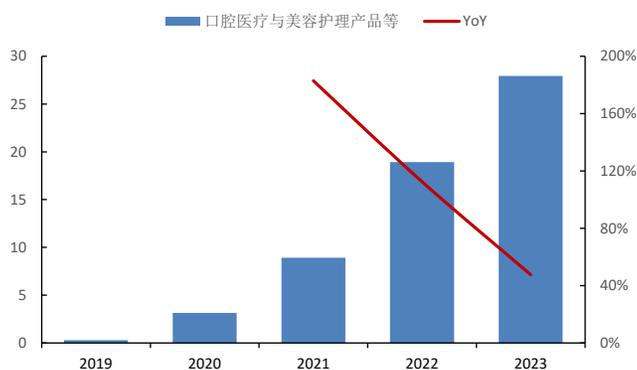
毛利率来看，电动牙刷受行业标准实施影响在 22 年有所波动，23 年快速恢复至 45.7%；口腔医疗和美容护理产品的毛利率稳步提升，2023 年毛利率在 40.1%，随着规模增长和高端产品（如功效性强的械字号、消字号产品）的推出，未来有望持续提升。

图表42：公司电动护理产品收入（百万元）及增速



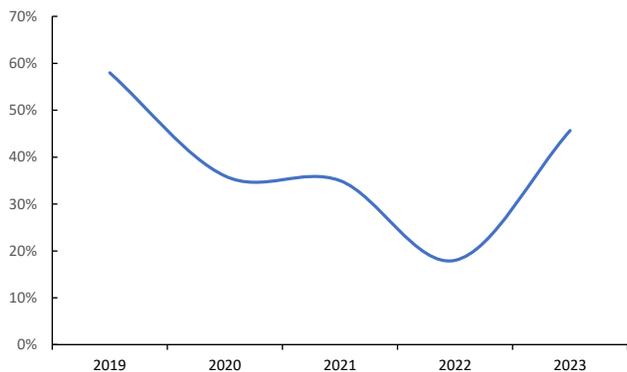
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表43：公司口腔医疗与美容护理产品收入（百万元）及增速



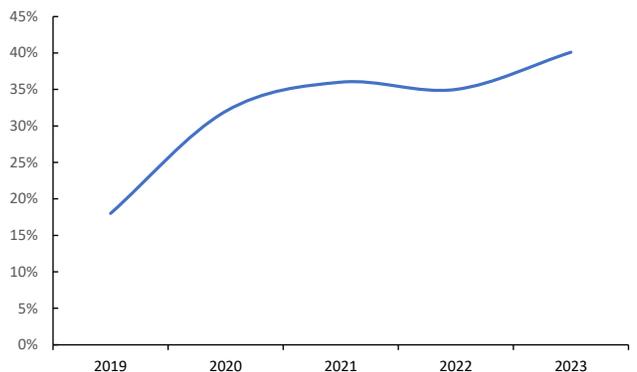
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表44：公司电动护理产品的毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表45：公司口腔医疗与美容护理的毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

电动口腔护理产品：公司较早开始布局相关的核心技术，包括发明专利和实用新型的外观专利，2023 年完成 4 款儿童声波电动牙刷升级上市。电动牙刷行业快速增长，2016-2020 的 CAGR 为 48.5%，2020 年市场规模达到 185 亿元。市场竞争较为激烈，参与者包括外资老牌的电动牙刷制造商（如飞利浦、欧乐 B 等）、小家电品牌（如松下、小熊、新宝等）以及国内新兴品牌（如 Usmile、worms 等），随着行业标准逐步健全、多方入局下的消费者培育进程加快，公司具备前瞻的技术布

局、核心技术专利的积淀和团队的配备，有望凭借广泛的线下渠道和线上流量占有一定市场份额。

图表46：公司的专利技术情况（与电动牙刷有关）

序号	专利类型	专利权人	专利名称	申请日	有效期截止时间	取得方式
1	发明专利	登康口腔	一种配合电动牙刷使用的口腔护理组合物及其制备方法	2018年5月8日	2038年5月7日	原始取得
2	实用新型	登康口腔	刷牙机驱动组件	2015年11月13日	2025年11月12日	原始取得
3	实用新型	登康口腔	刷牙机刷头悬置装置	2015年11月13日	2025年11月12日	原始取得
4	实用新型	登康口腔	刷牙机	2015年11月13日	2025年11月12日	原始取得

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

参考天猫旗舰店，目前电动牙刷共有4款产品，价格带分布在199-599元不等，满足不同消费者的需求。

图表47：公司目前共有4款电动牙刷且价格带较宽



资料来源：天猫平台，太平洋证券整理

口腔医疗及美容护理产品：包括部分口腔清洁护理用品（如漱口水，外协）、口腔卫生用品（如口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等，消字号，自产）、口腔医疗器械（如牙齿脱敏剂等，械字号，自产）等。公司是从2020年开始生产口腔抑菌膏和牙齿脱敏剂等口腔医疗及美容护理产品。根据在研项目，目前有3项新业务相关的项目处于开发阶段，包括牙科脱敏膏、牙科用毛刷、萘磺酸钠漱口水，为未来的产品储备技术，新品类多单品有望陆续上市，为公司贡献增量。

图表48：公司的在研项目情况（与口腔医疗及美容护理产品有关）

主要研发项目名称	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
(医用) 牙科脱敏膏研制与开发	开发阶段	聚焦抗敏感核心技术，添加羟基磷灰石等生物材料提升产品抗敏感功效	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司 第二类口腔医疗器械 产品线
牙科用毛刷产品研制	开发阶段	针对不同人群使用需求，设计开发柔护净齿型、倍柔护龈型和宽柔护敏型等系列产品	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司 第一类口腔医疗器械 产品线
萘磺酸钠漱口水产品研制	开发阶段	在抑菌功效基础上添加萘磺酸钠等活性成分，开发功能型漱口水	培育口腔护理、口腔医疗、口腔美容等新业务，丰富公司 口腔卫生用品 产品线

资料来源：公司公告，太平洋证券整理，注：截至 2023 年底

图表49：公司目前主要的口腔医疗及美容护理产品



资料来源：天猫平台，太平洋证券整理

我们认为在产品维度，传统品类作为公司主要的收入和利润来源，是公司成长和发展的基石，其中相较于牙刷而言，牙膏具备功效性升级的空间。对比口腔护理行业的头部品牌，随着产品功效升级，冷酸灵牙膏在产品单价和利润率均存在提升空间，有望为公司未来 2-3 年的增长提供动力；此外通过品类延展、产业延展等有望成为公司的第二增长极。

(三)渠道：巩固线下，发力线上，多平台协同并进

公司构建了以经销模式、直供模式与电商模式为主的营销网络体系，其中经销模式包括深度分销渠道（包括中小型超市、社区店、日杂店等）、部分 KA（包括连锁大卖场及连锁商超渠道）、新零售以及特通渠道，直供渠道包括部分 KA 渠道和团购客户；同时顺应线上消费趋势，布局多元的电商平台如天猫、京东、抖音等。目前公司形成了“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，线上线下多渠道协同发展的良好趋势。

线下收入占比 75%+，线上 4 年 CAGR 为 53%。1) 线下：公司线下渠道根基深厚，23 年经销和直供模式的收入占比达到 76.4%，近些年受零售渠道的线上化变迁影响，在行业线下渠道出现下

滑的背景下，仍能维持正增长。2) 线上：实现高速增长，4 年 CAGR 为 53%，23 年线上收入占比仅为 23%，远低于口腔护理行业的 38.5% 的水平（2020 年数据），线上渠道仍具备增长空间。盈利情况来看，各渠道毛利率均呈现稳步提升的趋势，我们认为主要系公司渠道精细化管理、产品结构优化以及品牌势能凸显。

图表50：公司分渠道的收入及增速情况

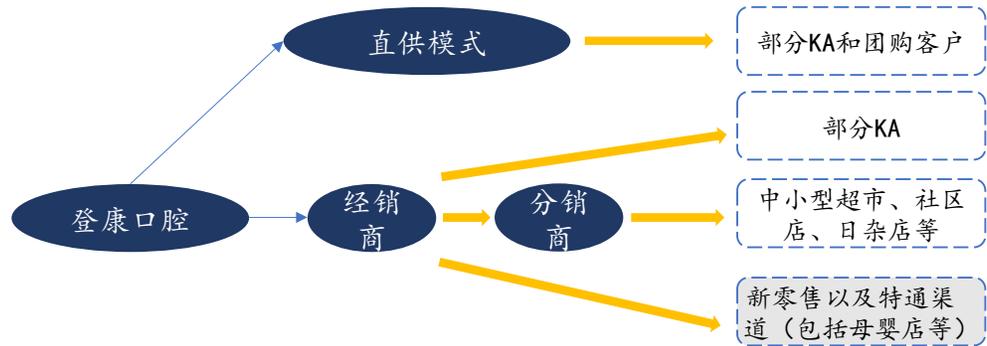
百万元	2019	2020	2021	2022	2023
收入					
经销模式	816	882	930	975	995
直供模式	63	47	54	54	54
电商模式	57	88	150	276	316
YoY					
经销模式		8.2%	5.4%	4.7%	2.1%
直供模式		-25.5%	16.1%	-0.3%	0.1%
电商模式		54.0%	69.8%	83.9%	14.5%
毛利率					
经销模式	37.7%	41.5%	42.7%	41.1%	42.5%
直供模式	54.9%	54.8%	60.1%		63.4%
电商模式	33.3%	38.9%	32.0%	35.5%	45.9%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

线下根基深厚，多元渠道积极布局。公司具备成熟的线下经销网络基础和成熟的销售团队，在县域和乡镇等区域建立起深厚的渠道体系和壁垒（覆盖超过 2000 多个县域单位、数十万的零售终端）。经过多年的线下耕耘，公司已经搭建起经/分销商的两级渠道代理模式。根据公司口径，线下渠道模式分为经销和直供，23 年收入占比分别为 72.3%/3.9%，其中经销模式的收入由 2019 年的 8.16 亿元稳步增长至 2023 年的 9.95 亿元，4 年 CAGR 为 5.1%。参考公司 24 年的经营计划，积极布局多元化渠道以带来增量。比如在 KA 渠道积极推动“千店倍增”及“掘金小超”计划；在深度分销渠道以县域市场为抓手，升级县域市场运作 3.0 模式；积极拓展政企团购、母婴等新渠道，构建新的渠道运作模式，寻求新的增长机会。

我们认为公司的产品定位大众市场，以独特的县域开发模式打造了“冷酸灵”品牌在三四线城市的渠道壁垒，该模式已成功验证并具有可复制性，线下渠道护城河为公司长期稳定增长保驾护航。

图表51：公司在线下进行积极的多元化布局



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

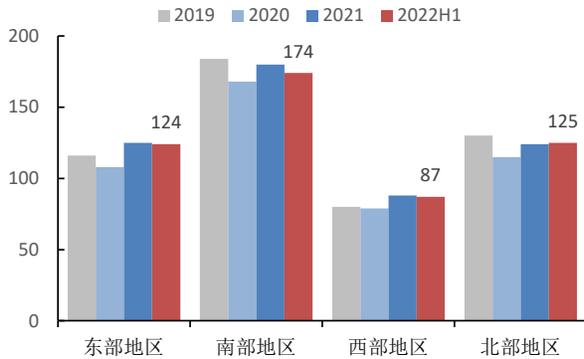
渠道管理经验丰富，具备健全的经销商准入、退出和激励政策，经销商相对稳定。公司搭建经分销商两级渠道代理模式，渠道管理模式由过去的分销商向经销商拿货，变为总部直接与经销商、分销商直接签合同和供货，保证渠道价格体系的稳定。此外公司制定明确的准入、退出和返利政策。截至 2022H1 末拥有经销商数量 526 家，2019-2022H1 能够为公司持续贡献收入的经销商数量稳定在 344 家，营收贡献比例超 60%，合作的经销商较为稳定；其中西部地区的单经销商贡献的收入远高于其他地区，主要由于公司在以重庆为中心的西部区域有更好的品牌影响力和知名度；而东部、南部、北部地区有望通过深化与经销商的合作，持续提高单经销商的产出。

图表52：公司具备成熟的经销商管理模式

管理办法	具体规定
准入制度	考察经销商客户的资金实力、渠道运作能力、产品推广能力、人力资源配置、资源整合能力及市场拓展能力等方面
退出制度	经销商客户考核不达标或出现约定情形的，公司根据实际情况有权停止与相应经销商的合作，情形包括：1) 一年内连续两个月无进货记录的或一年内累计有两个季度未完成合同购货目标；2) 经销商客户有恶意在非授权区域销售并查证属实两次（含两次）以上的；3) 新经销商自签订合作协议之日起超过30天，未进行打款进货的，则视为放弃产品代理，停止合作；4) 未能达到约定的年度销量目标的90%，则在签订下一年度的合作协议时，公司有权调整经销商的销售区域或不继续合作；5) 未按双方约定及时付清货款；6) 未按公司对市场分销、覆盖终端建设等文件要求进行市场维护而给市场造成损失，且情节严重的，公司有权终止与经销商客户的关系等。
返利政策	返利政策主要包括季度商业折扣、年度商业折扣、年终结算奖励等；主要是公司为促进商品销售而给予经销商的商业折扣，冲减了当期的营业收入。1) 年度、季度商业折扣 ：全年目标分解至牙膏、牙刷及其他品类，并分配到每个季度，经销商按照约定对指定产品按季度进货金额享有一定比例的返利；完成销售目标时，可享受商业折扣，指定产品可按照全年进货金额享有一定比例的返利。2) 年终结算奖励 ：根据经销商年度付款情况、付款方式，按照经销商全年进货箱数，给予一定的年终结算奖励。3) 促销支持 ：根据不同时期和不同地区的市场发展情况以及经销商渠道拓展的需要，对经销商市场开拓及促销活动所产生的费用予以支持，具体包括陈列堆头费、进场费、促销人员费用、退佣返利、特价补差等。

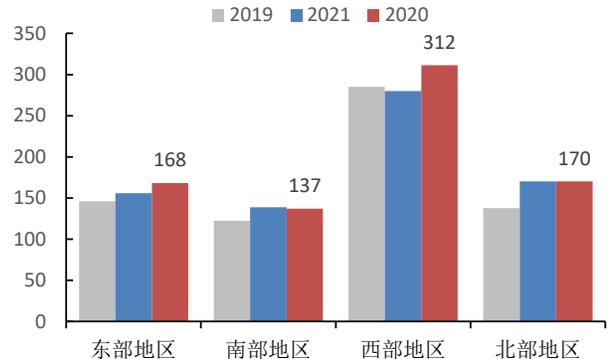
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表53：公司各地区的经销商数量（家）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表54：公司各地区单经销商的经销收入（万元）



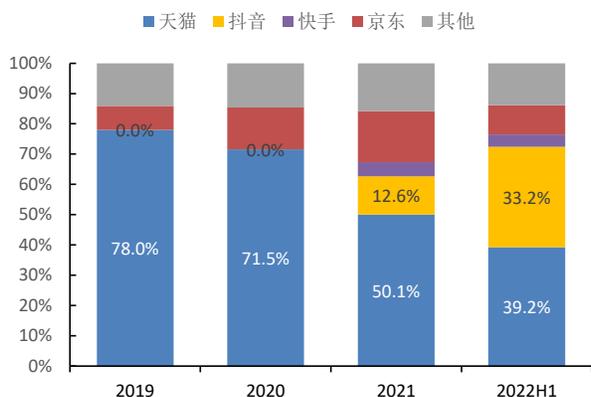
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

布局线上平台实现快速增长，线上渗透率较行业平均仍有较大提升空间，抖音等新兴渠道快速增长。公司顺应线上消费趋势，加大对主流中心电商平台（天猫，京东等平台）投入，布局兴趣电商、私域电商等新兴电商平台，2023年线上收入同比增长45.9%至3.16亿元，线上的收入占比由2019年的6.1%快速提升至2023年的23%，但较行业2020年的38.5%的线上渗透率仍有提升空间，此外线上渠道的品牌排名（第八）较线下的第四地位存在较大的进步空间。

其中抖音渠道在强营销和推广下快速放量，22H1 抖音平台在线上的销售占比为33%，与天猫平台旗鼓相当；且抖音的投放效率逐步优化。未来持续发力抖音等新兴电商渠道，逐步搭建自播团队，带动线上保持快速增长。

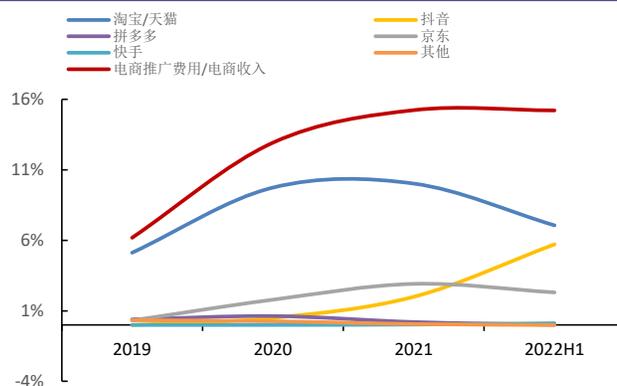
盈利能力来看，2023年公司电商渠道毛利率同比+10.4pct至45.9%，主要来自产品结构升级、原材料价格的趋势下降等；参考猫旗和抖旗的产品分类，其中抖音将毛利率较高的医研、专研、儿童专区和电动牙刷专区单独分类，而天猫则是按照搜索需求分为成人/儿童的牙刷/牙膏。

图表55：公司电商渠道分平台销售占比（%）



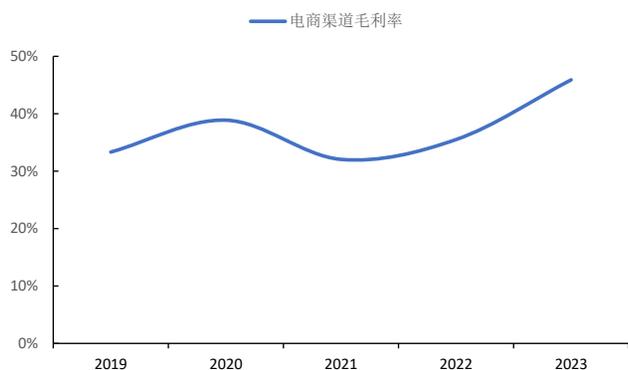
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表56：公司各电商平台推广费用占电商收入占比（%）



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表57：公司电商渠道的毛利率（%）



资料来源：招股说明书，公司公告，太平洋证券整理

图表58：冷酸灵在不同电商平台官旗的产品分类



资料来源：天猫，抖音，太平洋证券整理

我们认为在渠道维度，公司具备深厚的线下渠道壁垒，包括渠道开发率、成熟且可复制的渠道运营模式（经/分销二级体系、准入/退出政策、返利激励等保证渠道商的利润）等，支持公司持续对空白市场进行开发；同时积极开发 CS、OTC、美妆店等新渠道实现多样化的布局，带来新的增量。线上渠道渗透率相较于其他头部品牌的提升空间大，把握抖音等新的电商渠道机会。

四、盈利预测与估值

（一）盈利预测

基础口腔护理产品：公司凭借功效升级、渠道下沉和线上布局实现稳健增长，伴随着中高端产品的占比提升，毛利率持续向好；我们预计 2024/25/26 年分产品的收入及毛利率：

- (1) 成人牙膏收入增速分别为 10%/11%/9.5%，毛利率分别为 46%/47%/48%；
- (2) 成人牙刷收入增速分别为 10%/11%/9%，毛利率分别为 35%/35%/35%；
- (3) 儿童牙膏收入增速分别为 10%/13%/11%，毛利率分别为 56%/58%/60%；
- (4) 儿童牙刷收入增速分别为 10%/12%/11%，毛利率分别为 43%/44%/45%；

口腔医疗与美容护理产品：公司通过新业务打造新的增长曲线，目前在售产品包括漱口水、消字号口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液、牙齿脱敏剂等，随着渠道铺设、产品矩阵逐步丰富，预计未来保持高增趋势，我们预计口腔医疗与美容护理产品在 2024/25/26 年的收入增速分别为 100%/90%/60%，新业务中的械字号和消字号产品具备更高的功效性和产品溢价，随着单品的放量增长，规模优势有望凸显，预计毛利率分别为 42%/44%/45%。

电动口腔护理：公司近年来持续加码电动口腔护理业务，22 年受行业标准影响有所波动，23 年快速恢复，未来有望借助公司的技术积淀和强大的线下渠道网络，实现快速增长。我们预计公司电动口腔护理产品在 2024/25/26 年的收入增速分别为 100%/80%/60%，随着电动牙刷品类经营步入正轨并逐步放量，预计毛利率分别为 46.5%/47.5%/48.5%。

图表59：公司的收入拆分及盈利预测

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1313	1376	1548	1781	2025
YoY	14.9%	4.8%	12.5%	15.0%	13.7%
毛利率	40.5%	44.1%	45.1%	46.1%	47.0%
归母净利润	135	141	160	189	225
YoY	13.3%	5.0%	13.4%	18.0%	19.0%
归母净利率	10.2%	10.3%	10.4%	10.6%	11.1%
按产品拆分					
成人牙膏	1053	1074	1181	1311	1436
YoY	17.1%	2.0%	10.0%	11.0%	9.5%
毛利率	41.0%	45.0%	46.0%	47.0%	48.0%
成人牙刷	136	155	171	190	207
YoY	7.0%	14.7%	10.0%	11.0%	9.0%
毛利率	30.0%	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%
儿童牙膏	72	73	80	90	100
YoY	-3.3%	0.6%	10.0%	13.0%	11.0%
毛利率	55.0%	54.1%	56.0%	58.0%	60.0%
儿童牙刷	27	32	35	40	44
YoY	11.4%	20.8%	10.0%	12.0%	11.0%
毛利率	41.0%	42.5%	43.0%	44.0%	45.0%
口腔医疗与美容护理产品等	18.9	27.9	55.9	106.2	169.8
YoY	112.5%	47.6%	100.0%	90.0%	60.0%
毛利率	35.0%	40.1%	42.0%	44.0%	45.0%
电动口腔护理产品	5.0	11.5	23.1	41.6	66.5
YoY	-24.5%	129.5%	100.0%	80.0%	60.0%
毛利率	18.0%	45.7%	46.5%	47.5%	48.5%

资料来源：Wind，太平洋证券预测

(二) 估值

我们选取个护行业和口腔护理行业的龙头公司宝洁和云南白药，以及婴童护理细分赛道的龙头公司润本股份作为可比公司。考虑到登康口腔未来三年的利润复合增速高于可比公司平均水平，主要来自传统品类的产品升级、品牌焕新、多元渠道发力以及新业务快速增长，未来成长有望持续提速。我们给予公司 2025 年 25X 估值，对应目标价为 27.5 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表60：可比公司估值一览

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS				3年CAGR	PE		
		2024/7/9	2024/7/9	2023	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
PG.N	宝洁公司 (PROCTER & GAMBLE)	3910	165.7	6.21	6.32	6.70	—	3.9%	26	25	—
000538.SZ	云南白药	910	51.0	2.29	2.56	2.81	3.06	10.1%	20	18	17
603193.SH	润本股份	69	17.1	0.56	0.71	0.89	1.09	25.1%	24	19	16
	行业平均							13.0%	23	21	16
001328.SZ	登康口腔	41	24.0	0.88	0.93	1.10	1.31	14.1%	26	22	18

资料来源：Wind，太平洋证券整理，注：宝洁 EPS 采用 2 年 CAGR 计算
注：登康口腔为太平洋一致预期，其他公司为 Wind 一致预期，股价截至 2024/7/9

五、风险提示

行业竞争加剧：口腔护理行业竞争较为激烈，如果未来公司不能维持竞争优势，可能面临市场份额下滑的风险。

线上渠道竞争加剧带来费用增加：公司积极布局线上渠道，随着线上流量见顶以及推广费用趋高，线上渠道的竞争日益加剧，带来投放费用的高增，如果线上渠道 ROI 不及预期，可能会对公司的盈利情况产生影响。

新品类拓展不及预期：传统品类整体增速趋于平稳，公司通过拓展新业务打造第二增长曲线，如果新品类拓展进展、或市场接受度不及预期，公司可能会面临未来增长动能不足的风险；

传统品类升级带来提价的市场接受度不及预期：传统品类的收入增长主要来自于产品功效升级带来的均价提升，如果中高端产品的市场接受度不及预期，可能会影响公司业绩表现。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	268	534	486	600	760
应收和预付款项	68	54	61	69	79
存货	197	189	209	234	259
其他流动资产	130	807	837	867	897
流动资产合计	662	1,584	1,594	1,770	1,996
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	83	182	222	251	273
在建工程	85	16	16	16	11
无形资产开发支出	16	16	16	16	16
长期待摊费用	0	0	0	0	0
其他非流动资产	834	1,654	1,691	1,898	2,153
资产总计	1,018	1,869	1,947	2,182	2,455
短期借款	0	0	0	0	0
应付和预收款项	181	150	165	187	209
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	295	313	328	353	378
负债合计	476	464	493	539	587
股本	129	172	172	172	172
资本公积	214	997	997	997	997
留存收益	201	239	287	476	701
归母公司股东权益	542	1,405	1,454	1,643	1,868
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	542	1,405	1,454	1,643	1,868
负债和股东权益	1,018	1,869	1,947	2,182	2,455

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	84	151	182	222	258
投资性现金流	107	-717	-113	-108	-98
融资性现金流	-103	725	-116	0	0
现金增加额	87	160	-47	114	160

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,313	1,376	1,548	1,781	2,025
营业成本	781	769	850	960	1,074
营业税金及附加	9	9	11	12	14
销售费用	315	386	426	499	577
管理费用	54	67	70	78	87
财务费用	-10	-17	-16	-15	-18
资产减值损失	-4	-3	-3	-3	-3
投资收益	3	2	2	3	3
公允价值变动	0	11	0	0	0
营业利润	145	147	182	215	256
其他非经营损益	1	13	0	0	0
利润总额	146	161	182	215	256
所得税	11	20	22	26	31
净利润	135	141	160	189	225
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	135	141	160	189	225

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	40.5%	44.1%	45.1%	46.1%	47.0%
销售净利率	10.2%	10.3%	10.4%	10.6%	11.1%
销售收入增长率	14.9%	4.8%	12.6%	15.0%	13.7%
EBIT 增长率	10.9%	-10.2%	40.9%	20.6%	18.7%
净利润增长率	13.3%	5.0%	13.4%	18.0%	19.0%
ROE	24.8%	10.1%	11.0%	11.5%	12.0%
ROA	13.2%	7.6%	8.2%	8.7%	9.2%
ROIC	22.4%	7.4%	10.1%	10.7%	11.2%
EPS (X)	1.04	0.88	0.93	1.10	1.31
PE (X)	0.00	32.17	25.78	21.85	18.37
PB (X)	0.00	3.47	2.84	2.52	2.21
PS (X)	0.00	3.54	2.67	2.32	2.04
EV/EBITDA (X)	-1.89	33.28	19.51	15.88	12.90

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。