

登康口腔 (001328.SZ)

公司深度研究

证券研究报告

产品升级&纵深进阶、电商起势，抗敏龙头行稳致远

投资逻辑

- 口腔护理行业进入稳增长期（23-28E CAGR 为 3.75%），国货品牌份额提升更优，究其原因，品牌差异定位、全渠道运营力、产品线布局的深度和丰富性是能否保持行业地位的关键，增长新动能来自新品类/增量场景/新渠道的渗透红利。
- 公司具备强品牌积淀&深度分销网络&抗敏技术底蕴，稳中求进。1) 强品牌积淀：核心品牌冷酸灵系抗敏感领域龙头，早于 1987 年就推出脱敏牙膏，“冷热酸甜，想吃就吃”深入人心，据尼尔森，21-23 年占国内抗敏感牙膏 60% 市场份额。近年凭借火锅牙膏、国博跨界、猫爪刷等创新营销，合作吴磊、董宇辉打造年轻化形象。2) 经销根基深厚：19-23 年 CAGR 为 5%、份额逆势提升，覆盖零售终端数十万家，县域开发模式在下沉市场形成渠道壁垒。3) 抗敏感技术矩阵：赋能产品更新迭代，布局预防/专研/医研更高端产品线。
- 业绩兑现稳健增长确定性强，未来看点：
 - ✓ 功效升级&产品结构优化拉动价格带向上：19-23 年牙膏出厂价 CAGR 为 3.33%，发力更高端产品线（医研/专研系列），随占比提升带动毛利率优化。以购买单支价格计算，最高端医研线零售价是经典抗敏牙膏的 4 倍左右。
 - ✓ 电商起势，抖音拓展靓丽、盈利优化：19-23 年占比由 6% 提至 23%、营收 CAGR 53%，23 年毛利率提升 10pct，1H24 冷酸灵品牌抖音销售额同比翻倍增长、牙膏类目排名第 10，自播占比 51.16%（去年同期 6%）。
 - ✓ 从“小口腔”到“大口腔”，产品线纵深进阶蓄力成长：参考成熟市场消费者口腔护理个性化、专业化需求更多，进阶产品渗透率更高（日本/美国占比 30%+），公司从口腔清洁基础护理向口腔医疗、口腔美容等领域快速延伸，短期贡献增量，长期打开成长空间。

盈利预测、估值和评级

- 预计 24-26 年归母净利润 1.61/1.85/2.12 亿元、同比 +14.26%/+14.46%/+14.48%，对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到公司系抗敏牙膏龙头，电商起势&产品中高端化升级带来新动能，给予公司 25 年 25 倍 PE，目标价 26.83 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

- 产品升级/新品销量/电商拓展不及预期，行业竞争加剧

国金证券研究所

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

luoxiaoting@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：张杨桓（执业 S1130522090001）

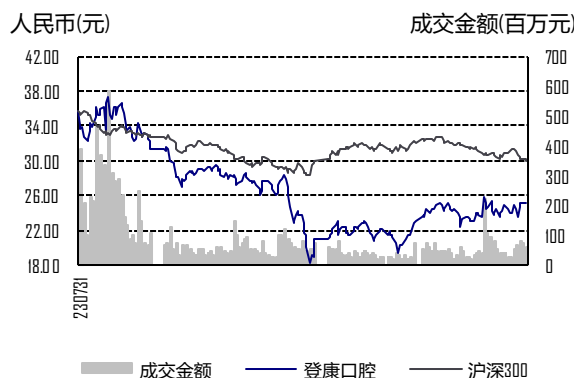
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师：尹新悦（执业 S1130522080004）

yinxinyue@gjzq.com.cn

市价（人民币）：25.06 元

目标价（人民币）：26.83 元



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,313	1,376	1,519	1,726	1,968
营业收入增长率	14.95%	4.76%	10.43%	13.59%	14.05%
归母净利润(百万元)	135	141	161	185	212
归母净利润增长率	13.25%	4.97%	14.26%	14.46%	14.48%
摊薄每股收益(元)	1.042	0.821	0.938	1.073	1.229
每股经营性现金流净额	0.65	0.88	1.04	1.22	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.82%	10.05%	10.98%	11.97%	12.99%
P/E	0.00	34.50	26.72	23.35	20.40
P/B	0.00	3.47	2.94	2.79	2.65

来源：公司年报、国金证券研究所（注：股价更新至 24 年 7.30）

内容目录

1 强品牌积淀+国资背景，抗敏龙头行稳致远.....	4
2 产品功效升级&结构优化拉动价格带向上，纵深进阶蓄力中长期成长.....	6
2.1 抗敏定位深入人心，功效升级&中高端化驱动价增.....	8
2.2 儿童口护产品溢价更优，系重要补充.....	8
2.3 从“小口腔”到“大口腔”，第二增长曲线可期.....	9
3 经销渠道根基深厚，电商起势、盈利优化.....	11
3.1 线下渠道与经销商共赢，深度分销打造渠道壁垒.....	12
3.2 发力电商，抖音拓展靓丽、自营提升助力盈利优化.....	12
4、盈利预测与估值.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 可比公司估值.....	16
5 风险提示.....	16

图表目录

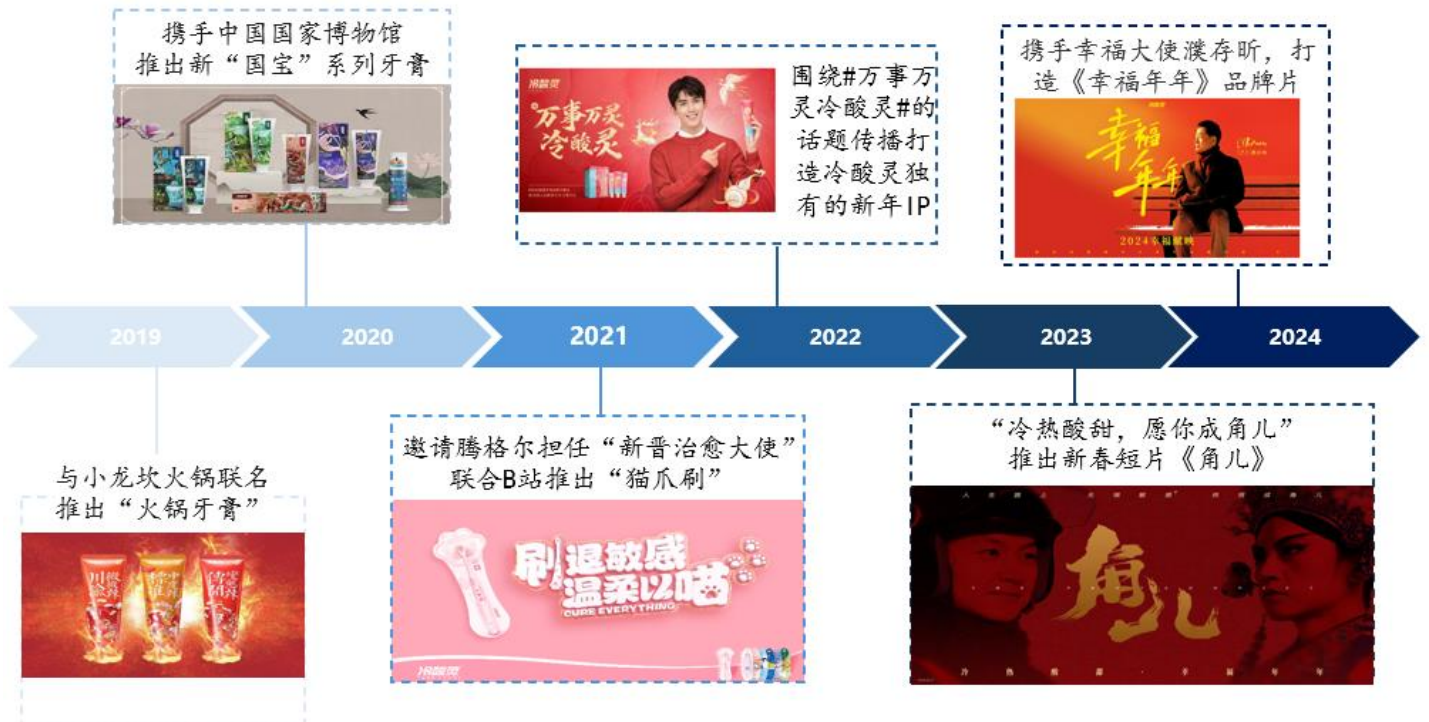
图表 1: 冷酸灵品牌年轻化打造.....	4
图表 2: 围绕口腔护理的产品矩阵基本形成.....	4
图表 3: 近年营收增长稳健.....	4
图表 4: 成人口腔护理占主导，其他品类加速培育中.....	5
图表 5: 成人牙膏当前仍是成长增速主要贡献品类.....	5
图表 6: 公司股权结构.....	5
图表 7: 近年来登康口腔营收表现稳健（单位：百万元）.....	6
图表 8: 公司增长逻辑——稳中求进.....	6
图表 9: 中国口腔护理市场进入平稳增长期.....	7
图表 10: 牙膏占我国口腔护理市场的主导.....	7
图表 11: 牙膏线下市场产品功效结构以牙龈护理、美白、抗敏感为主.....	7
图表 12: 抗敏感牙膏线下市场份额呈上升趋势.....	7
图表 13: 中国牙膏市场 CR5 超过 65%，集中度高.....	8
图表 14: 牙膏市场集中度高，国货名额份额提升.....	8
图表 15: 基于抗敏感 3.0 技术矩阵，布局医研、专研、预护等产品平台，功效升级拉动价格带向上突破..	8
图表 16: 公司儿童牙膏出厂定价是成人牙膏的 2.5-3 倍左右.....	9
图表 17: 儿童牙膏毛利率较成人牙膏毛利率高.....	9
图表 18: 23 年牙膏销量同比微降.....	9
图表 19: 23 年牙膏出厂价较 19 年提升 14%.....	9
图表 20: 产品线纵深进阶，向电动口腔、口腔医疗、口腔美容拓展.....	10
图表 21: 美、日、韩口腔护理细分市场进阶类产品占比大，中国市场需向进阶类产品发力.....	11
图表 22: 09-23 年口腔护理行业电商份额持续提升.....	11
图表 23: 15-23 年口腔护理行业电商渠道成长性更优.....	11
图表 24: 电商是公司近年来增长主要驱动.....	12

图表 25: 公司电商模式占比由 19 年的 6.1%提升至 23 年的 23%.....	12
图表 26: 公司营收分布 (按地区)	12
图表 27: 经销模式毛利率稳定	12
图表 28: 19-23 年电商营收 CAGR 53%	13
图表 29: 1H22 抖音占电商渠道比例提升至超 33%	13
图表 30: 1H24 冷酸灵抖音销售额同比翻倍增长	13
图表 31: 在竞争较激烈下冷酸灵 21-1H24 年冷酸灵均在牙膏类目 TOP 10 榜单中	13
图表 32: 1H24 冷酸灵抖音品牌自营占比 50%+、处于行业较优水平	13
图表 33: 冷酸灵抖音渠道品牌自营占比自 4Q23 实现明显提升	13
图表 34: 公司营收及毛利率预测	14
图表 35: 公司盈利预测	16
图表 36: 可比公司估值	16

1 强品牌积淀+国资背景，抗敏龙头行稳致远

立足冷酸灵品牌，专注扎根口腔护理，国潮&创新营销打造年轻化形象。公司历史最早可追溯到 1939 年建立的“大来化学制药厂”，于 2001 年 12 月通过股份制改造成功，深耕并布局抗敏感技术矩阵，其核心品牌“冷酸灵”于 1987 年起，首次推出脱敏牙膏，“冷热酸甜，想吃就吃”的广告语深入人心，近年凭借火锅牙膏、国博跨界、猫爪刷牙等创新营销，合作吴磊、董宇辉打造年轻化形象。据尼尔森数据，2021-2023 年占据国内抗敏感牙膏细分赛道 60%左右市场份额，2023 年冷酸灵牙膏/牙刷线下市场份额提升至 8.04%/5.29%，均位于行业第四。

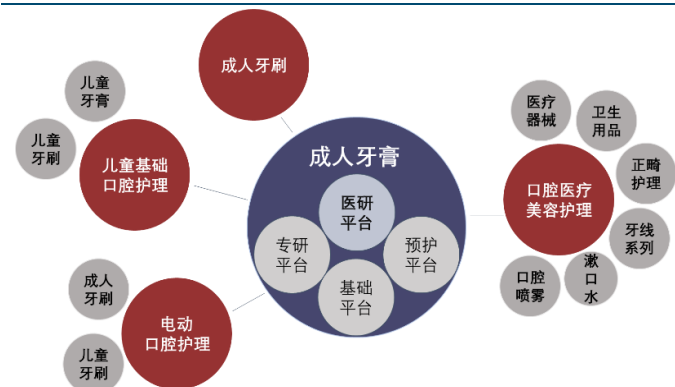
图表1：冷酸灵品牌年轻化打造



来源：冷酸灵公众号，国金证券研究所

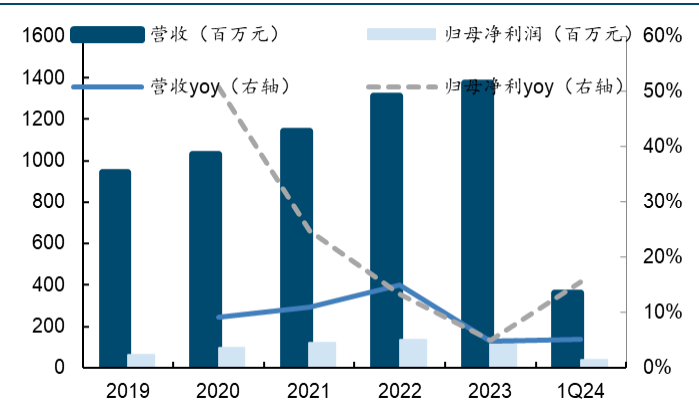
成人牙膏仍占主导、是增速主要驱动，持续纵向拓展，围绕口腔护理的产品矩阵基本形成，产品线涵盖成人口腔护理、儿童口腔护理、电动口腔护理、口腔医疗和美容护理产品线。2019-2023 年成人牙膏营收占比 78%-82%，营收 CAGR 为 8.6%（公司总体营收同期 CAGR 为 9.9%）。儿童口腔护理 19-21 年成长较优（CAGR 为 36.21%），22/23 年发展平稳、营收占比 7.51%/7.6%。电动牙刷、口腔医疗与美容护理仍在发展初期，当前占比较低（23 年占比 2.87%）。

图表2：围绕口腔护理的产品矩阵基本形成



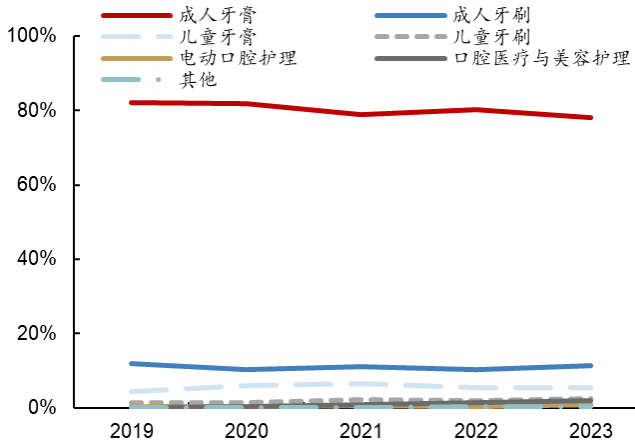
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：近年营收增长稳健



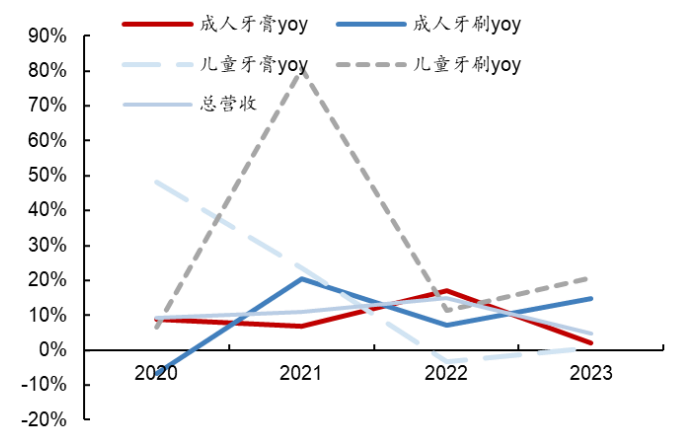
来源：公司公告，国金证券研究所

图表4: 成人口腔护理占主导, 其他品类加速培育中



来源: 公司公告, 国金证券研究所

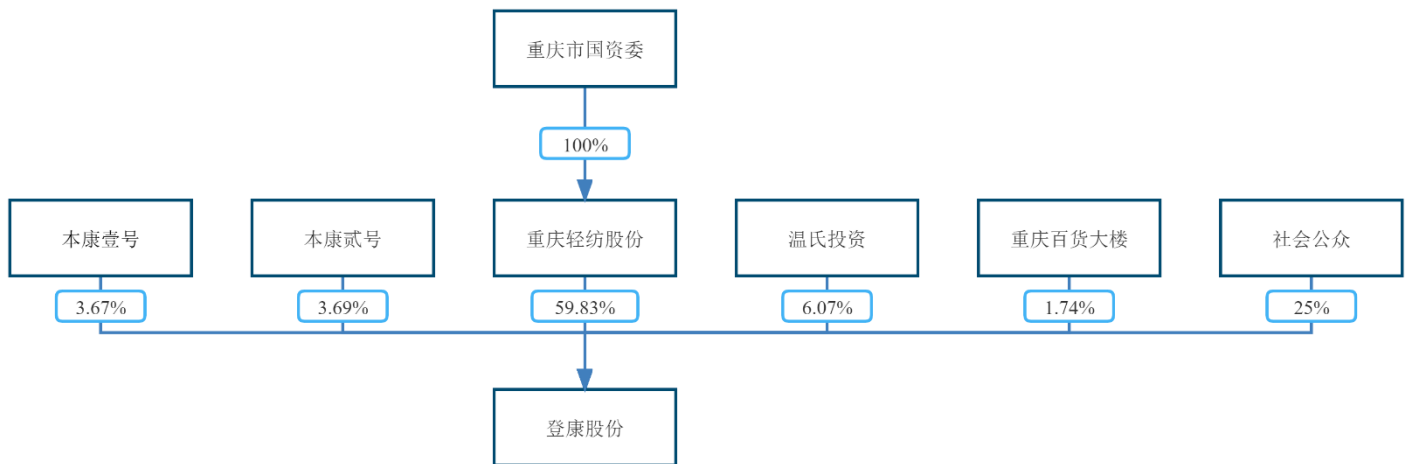
图表5: 成人牙膏当前仍是成长增速主要贡献品类



来源: 公司公告, 国金证券研究所

国资背景控股, 员工持股平台激励工作积极性。根据 24 年一季报, 轻纺集团是公司的控股股东, 占总股本的 59.8%; 重庆市国资委全资控制轻纺集团, 是登康口腔的实际控制人。公司股权较为集中, 实际控制人为国资背景。本康壹号和本康贰号为 2020 年建立的登康口腔员工持股平台, 共同持有公司 7.4% 股份。采用员工持股计划, 公司股权与核心骨干成员挂钩, 有利于释放员工积极性以及激发企业创新活力。

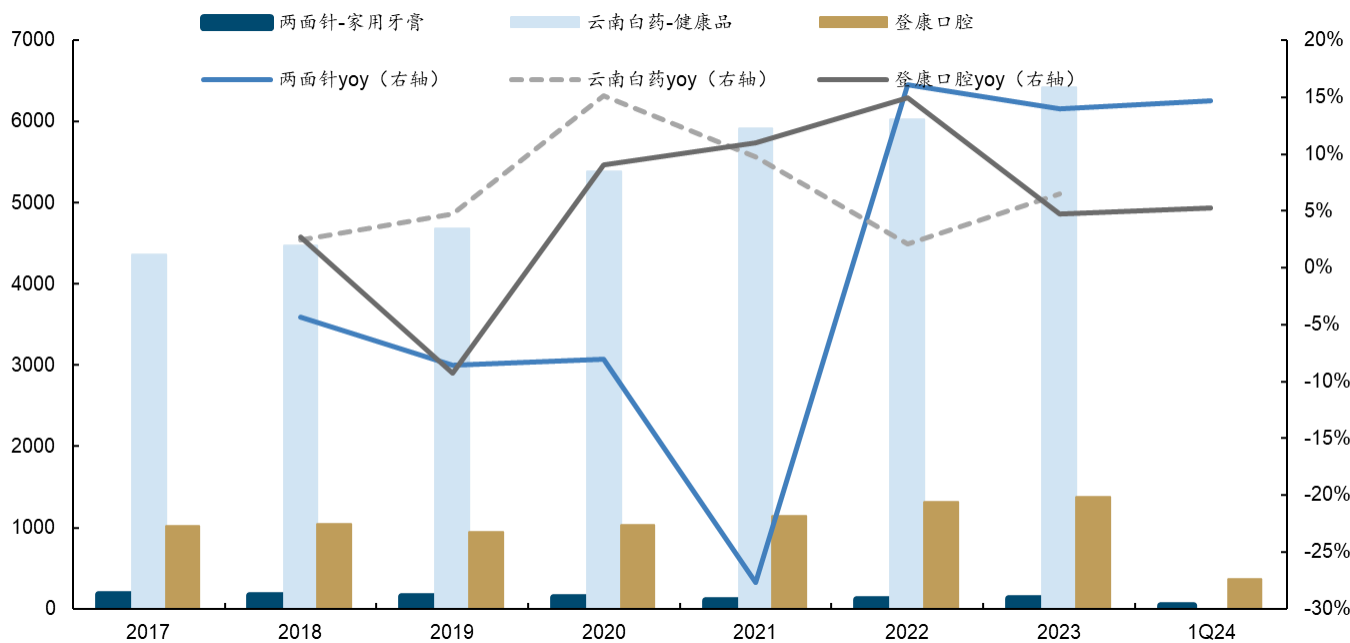
图表6: 公司股权结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司经营稳定, 2017-2023 年营收 CAGR 为 5%, 增速略低于龙一云南白药 (17-23 年云南白药健康品事业部营收 CAGR 为 7%), 表现好于两面针 (17-23 年两面针成人牙膏营收 CAGR 为 -4%, 收入波动较大)。

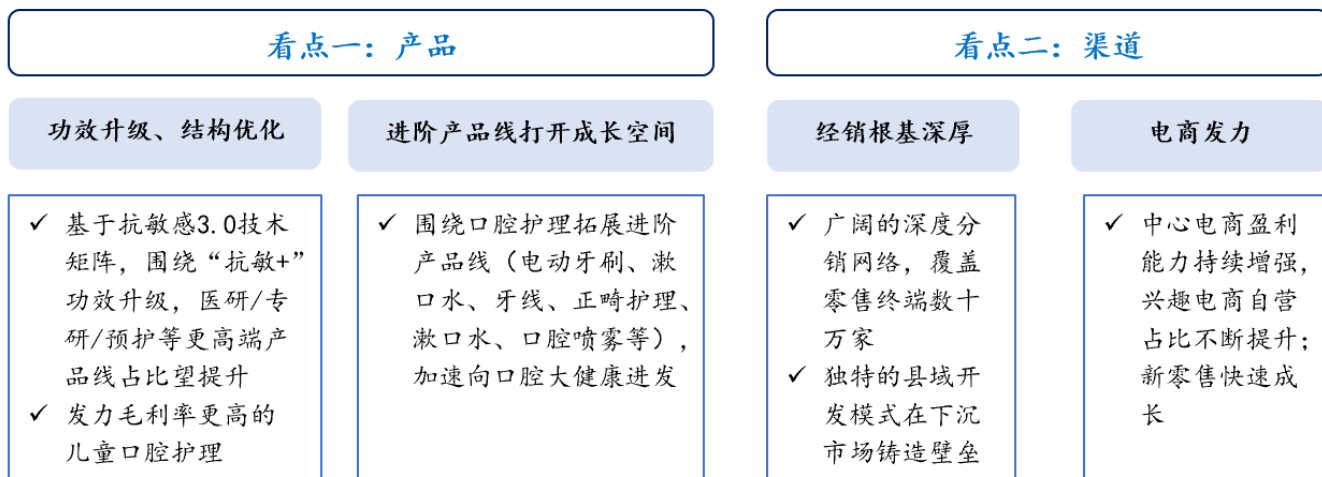
图表7：近年来登康口腔营收表现稳健（单位：百万元）



来源：两面针公司公告，云南白药公司公告，登康口腔公司公告，国金证券研究所（注：云南白药健康品事业部主营为牙膏，还包含洗护等品类）

公司具备强品牌积淀&深度分销网络&抗敏技术底蕴，稳中求进。未来看点主要来自：
 1) 产品围绕“抗敏+”功效升级、更高端产品线（医研等）占比提升拉动毛利率提升；
 2) 迈向口腔大健康，牙线、漱口水等进阶品类多点布局贡献短期增量，长期打开成长空间；
 3) 电商快速成长，随运营能力增强盈利优化。

图表8：公司增长逻辑——稳中求进

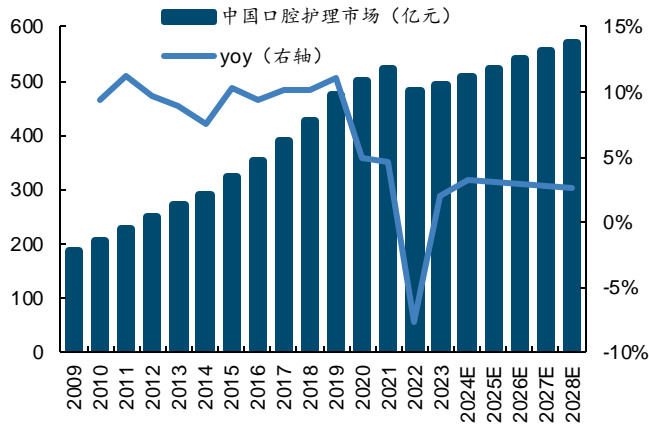


来源：国金证券研究所绘制

2 产品功效升级&结构优化拉动价格带向上，纵深进阶蓄力中长期成长

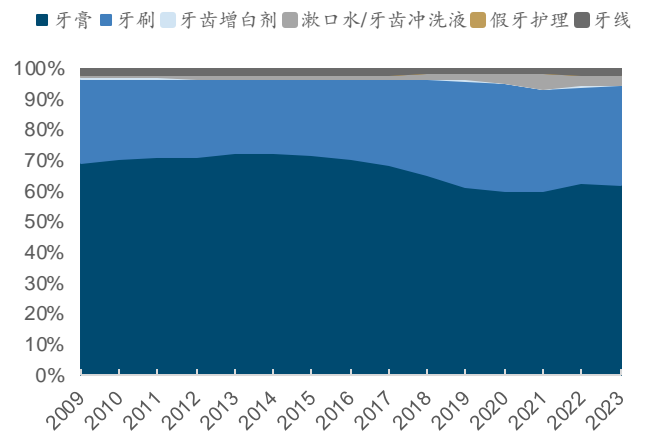
口腔护理行业进入平稳增长期。根据欧睿，2023年国内市场规模达491.5亿元（23-28E CAGR为3.75%），其中牙膏品类占据口腔护理市场规模61.5%。抗敏感等细分功能赛道份额逆势提升，根据尼尔森数据，2023年抗敏感线下市场规模达25.62亿元，占牙膏品类市场份额11.70%且呈持续提升趋势。其中，冷酸灵在细分市场中稳定占据约60%份额，处于领导地位。

图表9：中国口腔护理市场进入平稳增长期



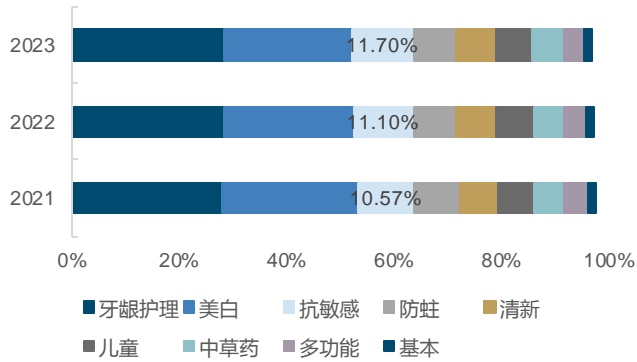
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表10：牙膏占我国口腔护理市场的主导



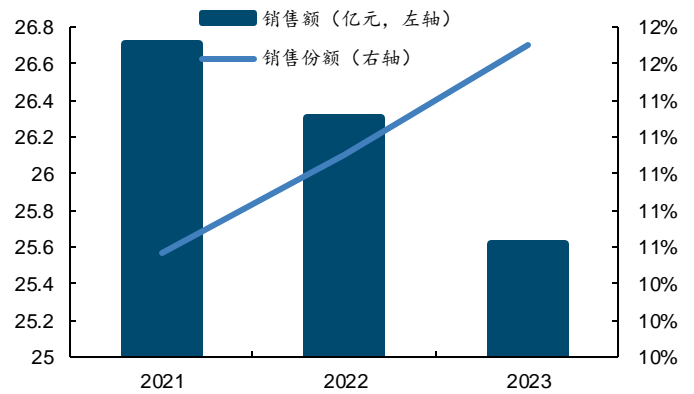
来源：欧睿数据，国金证券研究所

图表11：牙膏线下市场产品功效结构以牙龈护理、美白、抗敏感为主



来源：公司公告引用自尼尔森，国金证券研究所

图表12：抗敏感牙膏线下市场份额呈上升趋势

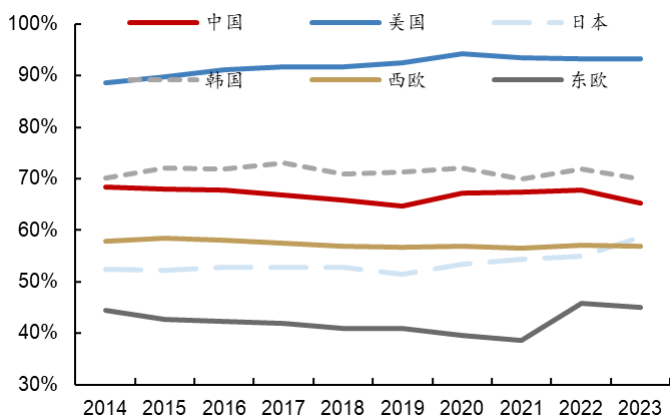


来源：公司公告引用自尼尔森，国金证券研究所

牙膏市场品牌集中度较高，CR5 超过 65%，云南白药、舒客、冷酸灵、舒适达等国货品牌份额提升，究其原因，品牌差异化定位、全渠道运营力、产品线布局的深度和丰富性是品牌能否保持行业地位的关键，增长新动能来自新兴品类/新渠道/增量场景的渗透红利。

- 1) 品牌差异化定位：以特定差异化功效为基本盘，向其他功效延伸提升消费人群覆盖面。例如，早期云南白药凭借护龈&中药配方定位突出重围，在建立中高端品牌认知后，后续相继开发出益优清新、抗敏感、金口健等多维度产品线。
- 2) 全渠道运营能力的匹配：传统品牌凭借广而深的经销网络打造线下渠道壁垒、短期内较难被打破，因此我国口腔护理市场集中度较高。新锐品牌抓住电商红利瞄准更细分需求，快速成长。近年传统品牌开始积极布局线上、并强化精细化运营能力。
- 3) 新产品线/增量场景开发能力：进行儿童赛道、漱口水、电动牙刷冲牙器等细分人群或增量场景布局。例如，新锐品牌BOP（2019年成立）瞄准年轻消费人群精细的口腔护理需求和社交需求，凭借口喷、条装漱口水实现突围。

图表13: 中国牙膏市场 CR5 超过 65%，集中度高



图表14: 牙膏市场集中度高，国货名额份额提升

名次	品牌	2015	2019	2023
1	云南白药	16.0%	17.7%	21.4%
2	好来	16.2%	17.1%	15.5%
3	佳洁士	14.8%	12.7%	11.2%
4	高露洁	12.5%	9.3%	9.4%
5	舒客	4.0%	7.8%	7.7%
6	冷酸灵	4.2%	5.2%	6.7%
7	舒适达	2.7%	3.2%	3.9%
8	狮子	0.8%	1.4%	3.0%
9	中华	8.5%	4.3%	2.7%
10	纳爱斯	2.8%	2.9%	2.6%
CR5		63.5%	64.6%	65.2%
CR10		82.5%	81.6%	84.1%

来源：欧睿数据，国金证券研究所

来源：欧睿数据，国金证券研究所

2.1 抗敏定位深入人心，功效升级&中高端化驱动价增

公司在创立初期便确立抗敏的定位，建立了“冷酸灵牙齿抗敏感研究中心”，在抗牙本质敏感的口腔护理用品领域积极布局了抗敏感 3.0 技术矩阵，基于已有抗敏感技术研究口腔软、硬组织致病机理，细化优化抗敏模型，拥有生物活性玻璃陶瓷材料技术和双重抗敏感技术（国家发明专利）。

立足经典抗敏牙膏，基于抗敏技术 3.0 矩阵，布局医研、专研、预护等产品平台，“抗敏+”功效升级拉动价格带向上突破。具体看，以单支到手价计算，最高端医研线抗敏即速 60S 24 元/100g、是经典清火抗敏抑菌抗敏牙膏 4 倍左右；医研定位高端、专业，价位带在 25-30 元/100g；专研主攻复合口腔问题、主攻抗敏 1+X，价格带 20-25 元/100g；预护涵盖美白、护龈、口气清新、泵式，价格带 10-15 元/100g；经典抗敏感牙膏持续换新升级，价格带 5-10 元/100g。

图表15: 基于抗敏感 3.0 技术矩阵，布局医研、专研、预护等产品平台，功效升级拉动价格带向上突破

成人牙膏系列		价格带（元/100g）	代表产品	图片	价格
高端、专业	医研平台	25-30元	医研抗敏即速60S		28.9元/120g
抗敏1+X	专研平台	20-25元	专研双重抗敏感牙膏		47.4元/400g
预防牙齿敏感和日常的口腔清洁护理	预护平台	10-15元	光感美白牙膏		15.1元/120g
经典抗敏感	基础平台	5-10元	清火抗敏抑菌抗敏牙膏		11.02元/180g

来源：公司公告，天猫旗舰店，国金证券研究所（注：价格为单支到手价）

2.2 儿童口护产品溢价更优，系重要补充

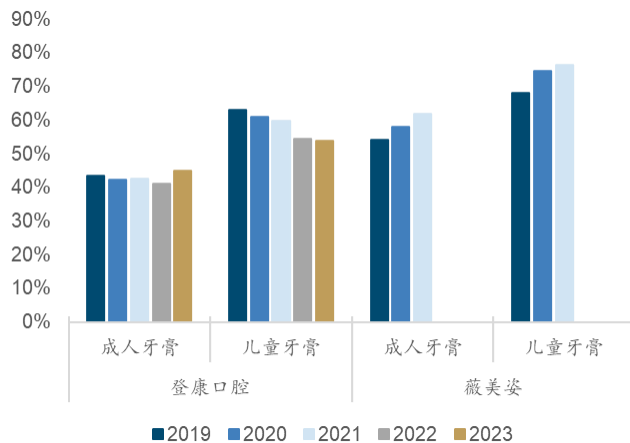
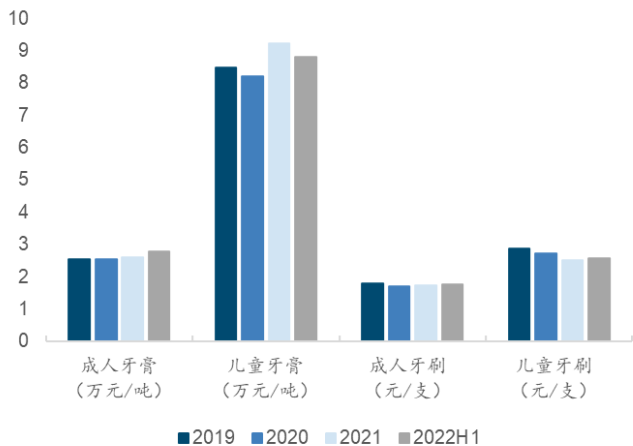
公司儿童口腔护理产品立足贝贝乐（适用 2-12 岁儿童）、萌芽（高端婴幼儿口腔护理）两大品牌，22/23 年发展平稳、营收占比 7.51%/7.6%。根据尼尔森数据，2021 年“贝

乐乐”儿童牙刷、儿童牙膏线下零售市场份额为 5.66%/7.15%，分列儿童品类行业第三、第五，展现了公司在儿童口腔护理市场的较强的竞争力。

由于儿童牙膏对口味多样性、配方安全性要求更高，产品溢价力更强。根据公司招股书，儿童牙膏终端定价是成人品类的 2.5-3 倍左右，牙刷定价差在 1.5 倍左右；儿童牙膏毛利率高于成人牙膏，但随着成人牙膏产品升级、毛利率差距在逐步缩小（从 19 年的 20pct 下降至 23 年的 9pct）。

图表16: 公司儿童牙膏出厂定价是成人牙膏的 2.5-3 倍左右

图表17: 儿童牙膏毛利率较成人牙膏毛利率高



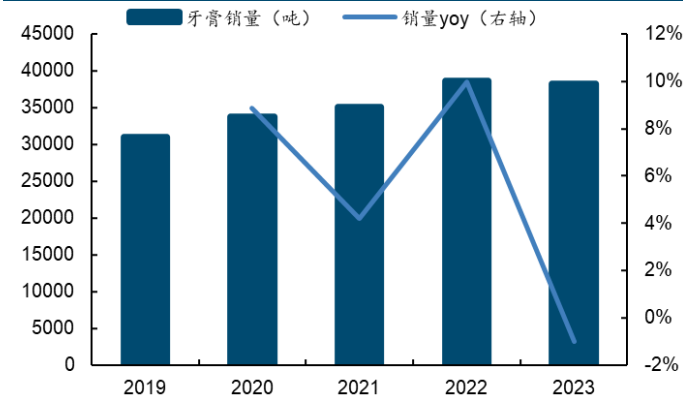
来源：公司招股书，国金证券研究所

来源：公司公告，薇美姿招股书，国金证券研究所；注：薇美姿 21 年数据所对应期间为 21Q1~Q3

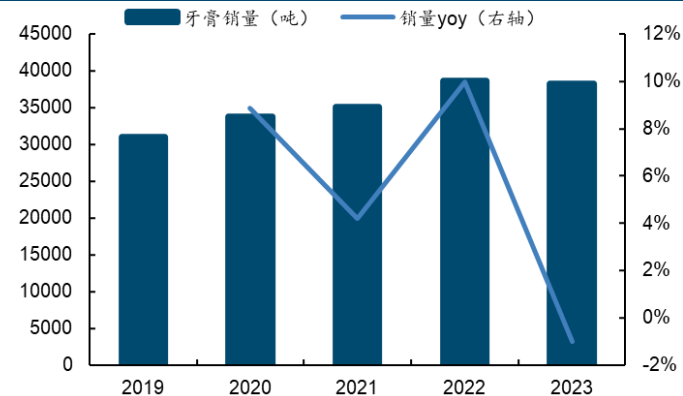
产品功效升级&结构优化拉动价格带向上，19-23 年牙膏出厂价 CAGR 为 3.33%，即 23 年牙膏出厂价较 19 年提升 14%。

图表18: 23 年牙膏销量同比微降

图表19: 23 年牙膏出厂价较 19 年提升 14%



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 从“小口腔”到“大口腔”，第二增长曲线可期

向电动口腔护理、口腔美容、口腔医疗领域拓展，依托“冷酸灵”“贝乐乐”品牌基石，多点发力构建产品矩阵，重点布局和发展电动牙刷、冲牙器等一系列电动口腔护理品类，牙齿美白、牙齿脱敏等口腔医疗类，以及牙线、漱口水等口腔美容类，满足消费者个性化、专业化、差异化需求。

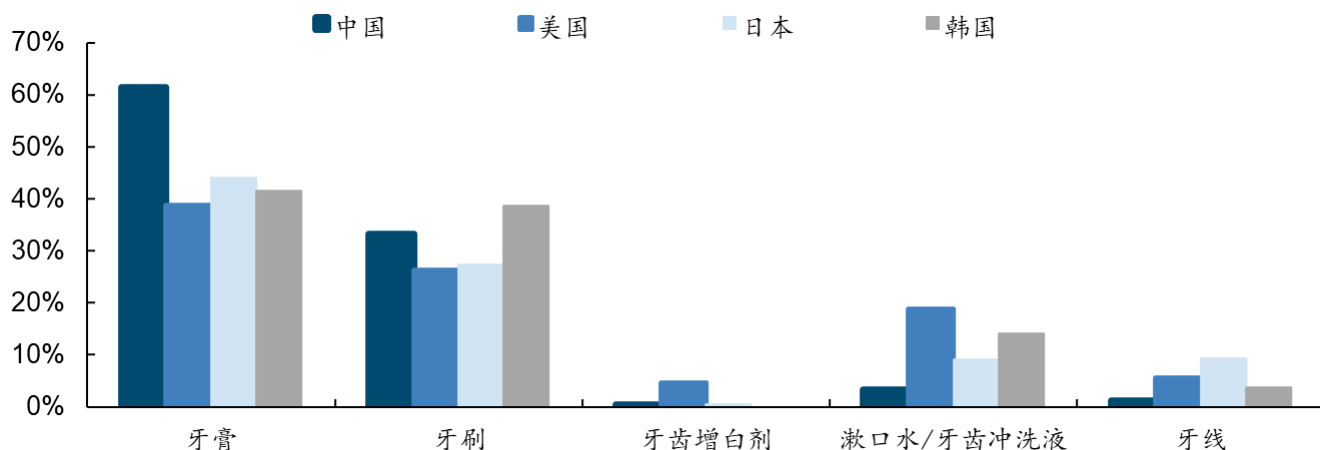
图表20: 产品线纵深进阶, 向电动口腔、口腔医疗、口腔美容拓展

品类		代表产品	图片	价格
电动口腔护理	成人电动牙刷	围绕冷酸灵抗敏感核心, 电动牙刷定位“净护平衡”, 高效清洁、温柔护龈, 有天地、日月、云海三个系列电动牙刷	云海系列电动牙刷	284.05元/套
	冲牙器	冷酸灵云海系列便携式冲牙器: 采用约1250次/分钟高频脉冲, 深入刷牙盲区, 精准清洁齿缝、牙龈沟及牙套缝的食物残渣; 轻柔、点喷、标准三档功能模式满足不同人群的使用需求	云海系列冲牙器	284.05元/套
	儿童电动牙刷	冷酸灵贝乐乐儿童声波电动牙刷: 秉承“安心呵护 乐享刷牙”的品牌理念, 从儿童的口腔特点和刷牙习惯出发, 工业设计结合儿童喜欢的太空元素, 采用微气泡声波振动技术, 适配超软刷毛	贝乐乐儿童电动牙刷	126元/套
口腔医疗与美容护理等产品	口腔卫生	口腔抑菌: 推出口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品	口腔抑菌膏	19.8元/100g
	口腔美容与专业护理	针对正畸人群的特殊需求, 开发出适合钢丝托槽正畸及隐形正畸人群使用的凹型正畸牙刷、前凸型正畸牙刷、牙周护理牙刷、小尖头单束刷、正畸保持器清洁片等产品	前凸型正畸牙刷	15.1/支
		牙线	专研双线深洁牙线棒	15.1元/100支
		漱口水	猫爪杯漱口水	34.9元/240ml
		口腔喷雾	画甜玻尿酸精华口喷	49.9元/8ml*4

来源: 公司公告, 天猫旗舰店, 国金证券研究所 (注: 价格为单支到手价)

从中期产品趋势发展来看, 在牙刷、牙膏等基础产品的渗透率达到稳态后, 后续对于冲牙器、漱口水、牙线、牙贴等细分品类是中长期口腔护理板块升级的重要方向。与日本、美国、韩国市场相比, 我国市场仍以基础产品为主, 进阶类口腔护理产品占比不足 5%; 而成熟市场消费者口腔护理意识更强, 清新口气等深层需求高。例如, 日本进阶类产品占比接近 30%, 漱口水、牙线各占 9.1%/9.3%; 美国进阶类产品占比达 34.8%, 其中漱口水占比最高为 18.8%。

图表21: 美、日、韩口腔护理细分市场进阶类产品占比大, 中国市场需向进阶类产品发力

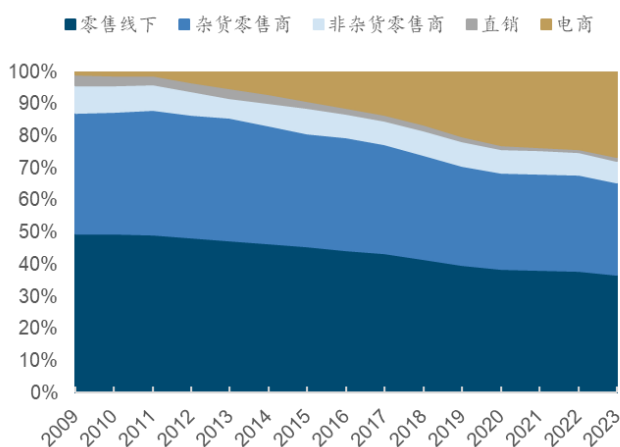


来源: 欧睿国际, 国金证券研究所; 注: 数据取自 2023 年

3 经销渠道根基深厚, 电商起势、盈利优化

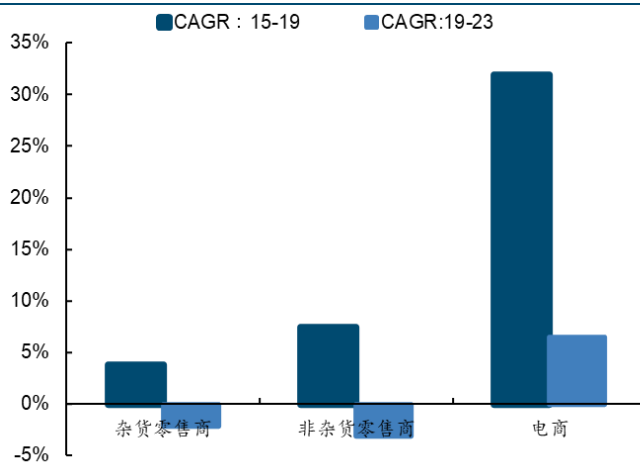
电商系口腔护理行业近年来红利渠道, 成长性优、新锐品牌相对更容易突围。我国口腔护理行业电商渠道份额从 2009 年的 1.6% 提升至 23 年的 41.8%, 19-23 年 CAGR 为 6.49%、优于线下渠道。

图表22: 09-23 年口腔护理行业电商份额持续提升



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

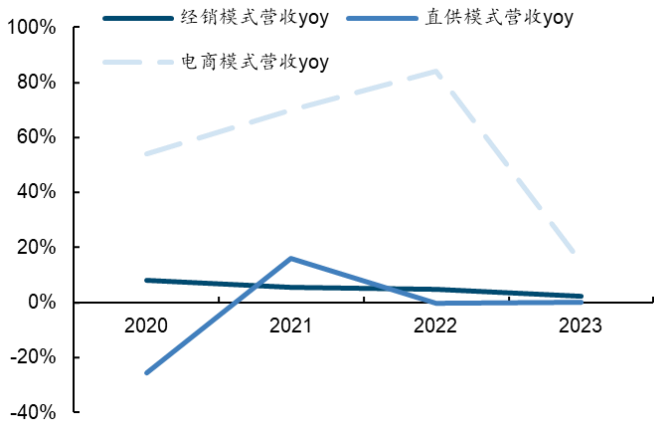
图表23: 15-23 年口腔护理行业电商渠道成长性更优



来源: 欧睿数据, 国金证券研究所

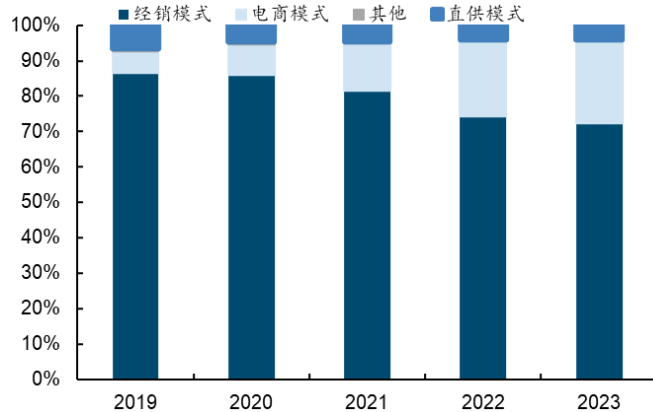
公司目前主要渠道模式分为经销、直供（主要与永辉等商超客户合作）、电商。经销模式是公司的基本盘, 营收贡献 70% 以上, 且近年保持稳健增长, 19-23 年营收从 8.2 亿元提升到 9.9 亿元、CAGR 为 5%; 电商是增长主要驱动, 23 年公司线上占比 23% (口腔护理行业同期线上份额 41.8%)。

图表24: 电商是公司近年来增长主要驱动



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表25: 公司电商模式占比由19年的6.1%提升至23年的23%



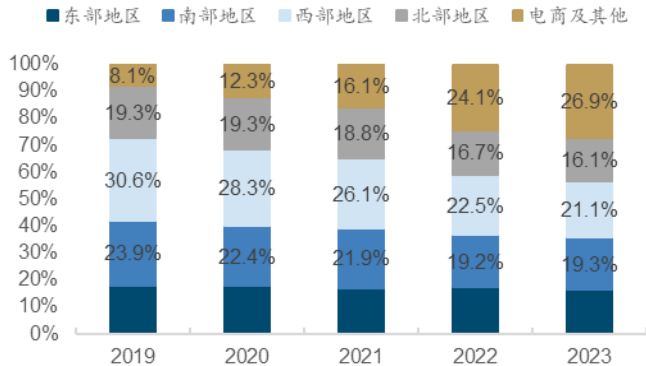
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.1 线下渠道与经销商共赢, 深度分销打造渠道壁垒

经销商优质稳定保证基本盘, 县域开发模式打造在下沉市场的渠道壁垒。公司对经销商进行制度化管理, 制定了严格的筛选机制, 确保经销商的更替不会影响营收, 当前已覆盖数十万家零售终端。在三四线市场, 通过经经销商两级渠道代理的运作模式实现对县域乡镇市场的覆盖。

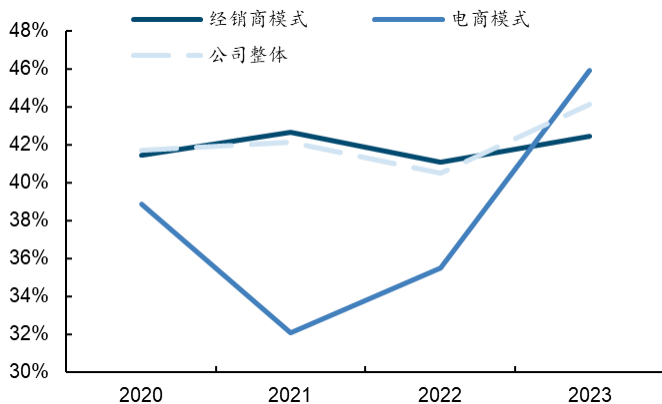
公司在经销渠道毛利率稳定在41%~43%之间, 同时基于公司良好的价格控制体系和分销管控, 经销商自身盈利能力较为稳定, 2019-2022H1 平均单个经销商收入为157/179/174/90万元。

图表26: 公司营收分布(按地区)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表27: 经销模式毛利率稳定

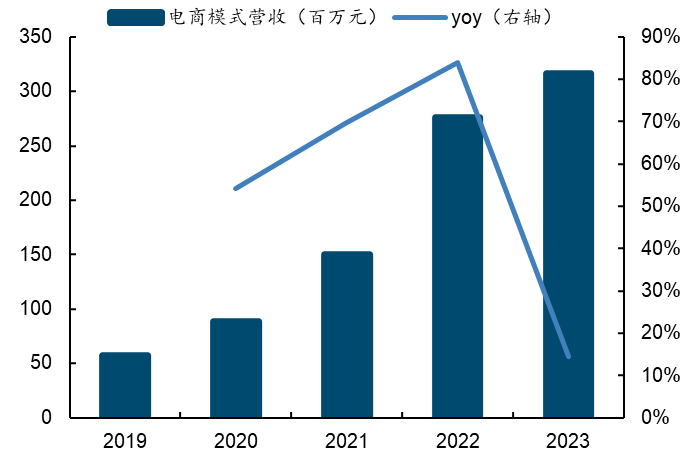


来源: 公司公告, 国金证券研究所

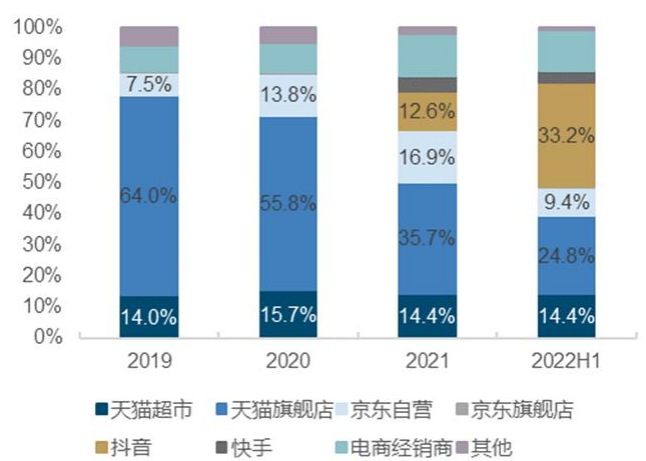
3.2 发力电商, 抖音拓展靓丽、自营提升助力盈利优化

积极布局电商, 19-23年营收从0.6亿元增长至3.2亿元, 占比从6.1%上升至23%, 当前已超越直供模式成为第二大主要渠道, 受益高端产品&抖音自营占比提升, 23年毛利率提升至46%(超过经销渠道)。24年上线巨益全渠道业务中台, 助力登康口腔在打通天猫、抖音、京东等前端销售渠道的同时, 也打通了登康口腔内部SAP、财务以及多仓WMS业务系统数据, 推动运营效率进一步提升。

图表28: 19-23年电商营收 CAGR 53%



图表29: 1H22 抖音占电商渠道比例提升至超 33%



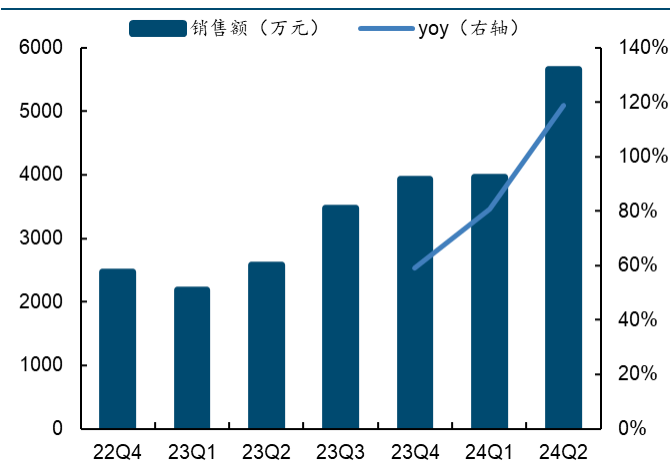
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

■ 抖音拓展靓丽, 自营占比提升望拉动盈利优化

1H24 冷酸灵抖音销售额同比翻倍增长, 自播占比 51.16% (去年同期仅 6.02%)、处于行业较优水平, 而自播相对达播利润率更高, 更考验公司自身电商运营能力。排名来看, 抖音流量机制变化较快, 21-1H24 年牙膏类目 TOP 品牌排名尚不稳固, 在竞争较激烈下冷酸灵均在 TOP 10 榜单中。

图表30: 1H24 冷酸灵抖音销售额同比翻倍增长



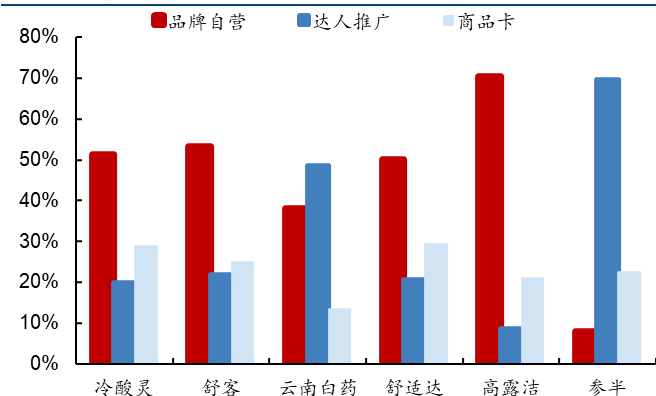
图表31: 在竞争较激烈下冷酸灵 21-1H24 年冷酸灵均在牙膏类目 TOP 10 榜单中

排名	2021	2022	2023	1H24
1	海洋之风	敬修堂	口腔鲨鱼	参半
2	敬修堂	口腔鲨鱼	敬修堂	白云山
3	冰泉	好来	参半	敬修堂
4	高露洁	海洋之风	好来	口腔鲨鱼
5	韩熙	云南白药	海洋之风	俊小白
6	冷酸灵	高露洁	云南白药	好来
7	可立克	冷酸灵	高露洁	云南白药
8	狮王	博滴	冷酸灵	LUHA
9	思利及人	可立克	俊小白	高露洁
10	六必治	舒客	舒客	冷酸灵

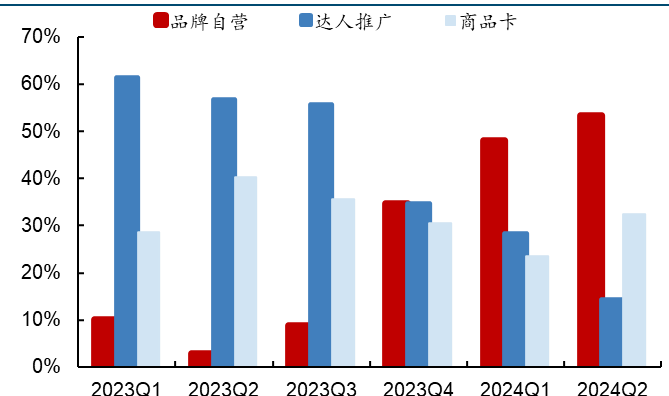
来源: 蝉妈妈, 国金证券研究所

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

图表32: 1H24 冷酸灵抖音品牌自营占比 50%+、处于行业较优水平



图表33: 冷酸灵抖音渠道品牌自营占比自 4Q23 实现明显提升



来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

来源: 飞瓜数据, 国金证券研究所

4、盈利预测与估值

4.1 盈利预测

■ 收入预测

➢ 分产品

- 1) 成人基础护理：“抗敏+”功效升级拉动价格带向上突破，中高端化升级+电商加速提升渗透+广阔分销网络奠定基本盘，预计未来整体稳健增长，假设 24-26 年成人牙膏营收同比+8%/+12%/+12%，成人牙刷营收同比+12%/+12%/+12%。
- 2) 儿童基础护理：产品溢价更高，系公司业务重要补充，随着产品矩阵逐步完善，叠加完善线下的经销网络和快速成长的电商渠道赋能，预计未来稳健增长，假设 24-26 年儿童牙膏营收同比+10%/+10%/+10%，儿童牙刷营收同比+15%/+15%/+15%。
- 3) 围绕口腔护理拓展进阶产品线，乘年轻消费者需求向更精细、更个性、更专业升级，预计进阶产品低基数下高增长，假设 24-26 年电动口腔护理产品营收同比+85%/60%/+55%，口腔医疗与美容护理产品营收同比+65%/+45%/+45%。

➢ 分渠道

- 1) 经销模式：公司业务基本盘、发展成熟，19-23 年营收 CAGR 为 5%、表现稳健，假设 24-26 年营收同比+2.8%/3.6%/+3%。
- 2) 直供模式：规模稳定，21-23 年营收在 5400+万元，假设 24-26 年营收同比+1%/+1%/+1%。
- 3) 电商：19-23 年占比由 6%提至 23%、营收 CAGR 53%，系未来重点发力渠道，假设 24-26 年营收同比+38%/+38%/+35%。

➢ 分渠道

■ 毛利率预测

- ✓ 公司近年来围绕功效升级、发力产品中高端化，23 年/1Q24 公司整体毛利率 44.11%/48.43%、同比+3.61%/+7.17PCT，成人&儿童基础护理预计将继续受益更高端产品（医研/预护/专研等系列）占比提升，毛利率呈稳步提升态势，假设 24-26 年成人牙膏毛利率 48%/48.5%/49%，成人牙刷毛利率 34.5%/34.8%/35.2%，儿童牙膏毛利率 54.2%/54.2%/54.2%，儿童牙刷毛利率 43%/43.5%/44%。
- ✓ 电动口腔护理、口腔医疗与美容护理过去几年毛利率波动较大，随规模增长，预计毛利率呈稳中有升态势，假设 24-26 年电动口腔护理毛利率 47%/47.5%/47.8%，口腔医疗与美容护理毛利率 41%/42%/43%。

图表34：公司营收及毛利率预测

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）		1,313.33	1375.78	1,519.28	1,725.81	1,968.21
yoy		14.9%	5%	10.4%	13.6%	14.0%
营业成本（百万元）		781.39	768.96	813.27	916.69	1,037.14
毛利率		40.50%	44.1%	46.47%	46.88%	47.31%
按品类						
1 成人基础 口腔护理产 品	营业收入（百万元）	1,188	1229.5	1,334	1,494	1,673
	yoy	15.8%	3%	8.5%	12.0%	12.0%
	营收占比	90.5%	89%	87.8%	86.6%	85.0%
	营业成本（百万元）	715	693.47	717	796	884
	毛利率	39.82%	44%	46.24%	46.71%	47.20%
	1.1 成人牙膏：					
	营业收入（百万元）	1,053	1073.96	1,159.9	1,299.1	1,455.0
	yoy	17.1%	2%	8.0%	12.0%	12.0%
	占成人基础口腔护理产品收入比	88.6%	87%	86.9%	86.9%	86.9%

	营业成本 (百万元)	621	590.80	603	669	742
	毛利率	41.04%	45%	48.00%	48.50%	49.00%
	1.2 成人牙刷:					
	营业收入 (百万元)	136	155.50	174.2	195.1	218.5
	yoy	7.0%	15%	12.0%	12.0%	12.0%
	占成人基础口腔护理产品比	11.4%	13%	13.1%	13.1%	13.1%
	营业成本 (百万元)	94	102.67	114	127	142
	毛利率	30.41%	34%	34.50%	34.80%	35.20%
2 儿童基础口腔护理产品	营业收入 (百万元)	99	104.62	117	130	145
	yoy	0.3%	6%	11.5%	11.6%	11.6%
	营收占比	7.5%	7.6%	7.7%	7.5%	7.4%
	营业成本 (百万元)	48	5178%	58	64	72
	毛利率	51.02%	51%	50.66%	50.71%	50.78%
	2.1 儿童牙膏:					
	营业收入 (百万元)	72	7255%	79.8	87.8	96.6
	yoy	-3.3%	0.6%	10.0%	10.0%	10.0%
	占儿童基础口腔护理产品收入比	73.1%	69%	68.4%	67.4%	66.4%
	营业成本 (百万元)	33	3332%	37	40	44
	毛利率	54.5%	54.1%	54.2%	54.2%	54.2%
	2.2 儿童牙刷:					
	营业收入 (百万元)	27	3208%	36.9	42.4	48.8
	yoy	11.3%	21%	15.0%	15.0%	15.0%
	占儿童基础口腔护理产品比	26.9%	31%	31.6%	32.6%	33.6%
营业成本 (百万元)	16	1846%	21	24	27	
毛利率	41.5%	42%	43.0%	43.5%	44.0%	
3 电动口腔护理产品	营业收入 (百万元)	5	11.55	21.4	34.2	53.0
	yoy	-24.5%	129%	85.0%	60.0%	55.0%
	营收占比	0.4%	1%	1.4%	2.0%	2.7%
	营业成本 (百万元)	4	627%	11	18	28
	毛利率	18.20%	46%	47.00%	47.50%	47.80%
4 口腔医疗与美容护理产品等	营业收入 (百万元)	18.93	27.94	44.7	64.8	94.0
	yoy	112.4%	48%	60.0%	45.0%	45.0%
	营收占比	1.4%	2%	2.9%	3.8%	4.8%
	营业成本 (百万元)	12	1673%	26	38	54
	毛利率	35.10%	40%	41.00%	42.00%	43.00%
5 其他业务	营业收入 (百万元)	2.26	2.22	2.5	2.5	2.5
	yoy	-6.3%	-2%	12.9%	0.0%	0.0%
	营收占比	0.2%	0%	0.2%	0.1%	0.1%
	营业成本 (百万元)	1.51	0.70	0.8	0.8	0.8
	毛利率	33.07%	68%	68.35%	68.35%	68.35%
按渠道						
经销模式	营业收入 (百万元)	975	995	1023	1060	1091
	yoy	4.7%	2%	2.8%	3.6%	3.0%
直供模式	营业收入 (百万元)	54	54	55	55	56
	yoy	-0.3%	0%	1.0%	1.0%	1.0%

电商模式	营业收入（百万元）	276	316	436	602	812
	yoy	83.9%	14%	38.0%	38.0%	35.0%
其他	营业收入（百万元）	6.0	8.17	3.1	6.6	6.1
	yoy	18.5%	36%	-62%	110%	-8%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 费用端预测

销售费用率：未来3年电商仍是增长主要驱动力，预计线上费用投入加大，假设24-26年销售费用率分别为29%/29.3%/29.5%。

管理费用率：经销模式成熟，持续优化运营效率，预计管理费用率稳中有降，假设24-26年管理费用率分别为4.5%/4.4%/4.35%。

研发费用率：多年来持续开展口腔健康基础研究和核心技术科研攻关，打造持续创新能力，预计研发费用率保持稳定，假设24-26年研发费用率分别为3%/3%/3%

综上，预计24-26年归母净利润1.61/1.85/2.12亿元、同比+14.26%/+14.46%/+14.48%，对应PE为27/23/20倍。

图表35：公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	24.0%	28.1%	29.0%	29.3%	29.5%
管理费用率	4.1%	4.9%	4.5%	4.4%	4.4%
研发费用率	3.1%	3.1%	3.0%	3%	3.0%
归母净利润（百万元）	135	141	161	185	212
yoy	13.25%	4.97%	14.26%	14.46%	14.48%

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 可比公司估值

公司主营牙膏、牙刷，业务专注口腔护理，我们选取云南白药（云南白药牙膏占据我国牙膏行业市场份额第一）、倍加洁（牙刷 ODM 龙头）、拉芳家化（主营洗护类日化）作为可比公司。倍加洁/云南白药/拉芳家化 25 年 PE 为 11/18/17 倍，考虑到倍加洁牙刷 ODM 占比较高，云南白药除口腔清洁护理业务外还包含药品、健康品、中药资源、医药商业等板块影响估值，而公司作为抗敏牙膏龙头，具备强品牌积淀&广而深的经销网络，近些年产品中高端化升级&发力电商渠道带来增长新动能，未来业绩稳健兑现确定性较高，因此相对可比公司享有估值溢价。我们给予公司 25 年 25 倍 PE，目标价 26.83 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

图表36：可比公司估值

公司	市值（亿元）	归母净利润（亿元）					PE				23-26 年 CAGR
		22	23	24E	25E	26E	23	2024E	2025E	2026E	
倍加洁	19	1.0	0.9	1.4	1.8	2.1	21	13	11	9	32%
云南白药	924	30.0	40.9	45.7	50.2	54.8	23	20	18	17	10%
拉芳家化	22	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	34	19	17	16	29%
均值	-	-	-	-	-	-	26	18	15	14	-
登康口腔	43	1.3	1.4	1.6	1.8	2.1	31	27	23	20	14%

来源：同花顺，国金证券研究所

注：1) 股价更新至 2024 年 7 月 30 日；2) 倍加洁、云南白药、拉芳家化归母净利润取同花顺一致预期

5 风险提示

产品升级趋势弱于预期的风险。若宏观消费环境修复力度弱于预期，则导致公司中高端化升级策略受到阻碍，影响公司业绩释放。

竞争激烈导致盈利能力不及预期。行业参与者众多，且各渠道竞争激烈，大促期间折扣力度过大、或无法有效提升产品力、渠道运营力等，可能对品牌或产品盈利能力产生负面影响。

新品销量不及预期的风险。新品推出受消费者需求、偏好、接受度等多方面的影响，

有一定失败率，若此产品力较弱或未能达到消费者预期，或对公司收入、业绩端产生负面影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	1,143	1,313	1,376	1,519	1,726	1,968	货币资金	288	268	534	567	594	636	
增长率	10.97%	14.9%	4.8%	10.4%	13.6%	14.0%	应收款项	45	53	47	53	59	66	
主营业务成本	-661	-781	-769	-813	-917	-1,037	存货	165	197	189	197	222	251	
%销售收入	57.9%	59.5%	55.9%	53.5%	53.1%	52.7%	其他流动资产	101	145	814	821	823	825	
毛利	481	532	607	706	809	931	流动资产	599	662	1,584	1,638	1,696	1,778	
%销售收入	42.1%	40.5%	44.1%	46.5%	46.9%	47.3%	%总资产	62.2%	65.1%	84.7%	84.6%	82.6%	81.3%	
营业税金及附加	-10	-9	-9	-8	-9	-10	长期投资	205	147	51	0	0	0	
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	114	168	198	260	317	368	
销售费用	-279	-315	-386	-441	-506	-581	%总资产	11.8%	16.5%	10.6%	13.4%	15.4%	16.8%	
%销售收入	24.5%	24.0%	28.1%	29.0%	29.3%	29.5%	无形资产	17	16	16	18	19	21	
管理费用	-48	-54	-67	-68	-76	-86	非流动资产	365	355	285	299	357	410	
%销售收入	4.2%	4.1%	4.9%	4.5%	4.4%	4.4%	%总资产	37.8%	34.9%	15.3%	15.4%	17.4%	18.7%	
研发费用	-36	-40	-43	-46	-52	-59	资产总计	964	1,018	1,869	1,937	2,054	2,188	
%销售收入	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
息税前利润 (EBIT)	108	113	102	144	167	196	应付款项	176	218	196	218	245	278	
%销售收入	9.5%	8.6%	7.4%	9.5%	9.7%	10.0%	其他流动负债	180	170	199	199	214	232	
财务费用	9	10	17	8	8	9	流动负债	356	387	395	417	460	510	
%销售收入	-0.8%	-0.7%	-1.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-6	-5	-3	-4	-1	-1	其他长期负债	99	88	68	50	50	50	
公允价值变动收益	1	0	11	0	0	0	负债	455	476	464	467	510	560	
投资收益	10	3	2	9	7	8	普通股股东权益	509	542	1,405	1,470	1,544	1,628	
%税前利润	7.1%	2.1%	1.0%	4.7%	3.3%	3.3%	其中：股本	129	129	172	172	172	172	
营业利润	136	145	147	179	206	236	未分配利润	102	136	160	225	298	383	
营业利润率	11.9%	11.0%	10.7%	11.8%	11.9%	12.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	-1	1	13	3	3	3	负债股东权益合计	964	1,018	1,869	1,937	2,054	2,188	
税前利润	135	146	161	182	209	239	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	11.8%	11.1%	11.7%	12.0%	12.1%	12.1%	每股指标							
所得税	-16	-11	-20	-21	-24	-27	每股收益	0.920	1.042	0.821	0.938	1.073	1.229	
所得税率	11.8%	7.6%	12.1%	11.5%	11.5%	11.5%	每股净资产	3.940	4.199	8.162	8.537	8.966	9.458	
净利润	119	135	141	161	185	212	每股经营现金净流	0.564	0.647	0.876	1.036	1.217	1.399	
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利	0.000	0.600	0.650	0.563	0.644	0.737	
归属于母公司的净利润	119	135	141	161	185	212	回报率							
净利率	10.4%	10.2%	10.3%	10.6%	10.7%	10.7%	净资产收益率	23.36%	24.82%	10.05%	10.98%	11.97%	12.99%	
							总资产收益率	12.33%	13.22%	7.56%	8.34%	9.00%	9.67%	
							投入资本收益率	18.69%	19.09%	6.37%	8.66%	9.58%	10.65%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	10.97%	14.95%	4.76%	10.43%	13.59%	14.05%	
							EBIT 增长率	30.16%	4.98%	-10.22%	41.31%	16.15%	17.25%	
							净利润增长率	24.80%	13.25%	4.97%	14.26%	14.46%	14.48%	
							总资产增长率	-0.82%	5.63%	83.59%	3.64%	6.02%	6.55%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	8.2	9.5	9.8	10.0	9.6	9.5	
							存货周转天数	83.8	84.6	91.7	90.0	90.0	90.0	
							应付账款周转天数	63.3	72.3	78.6	78.0	78.0	78.0	
							固定资产周转天数	29.0	23.0	48.3	53.7	55.1	54.1	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-75.39%	-70.29%	-94.48%	-92.61%	-89.89%	-87.84%	
							EBIT 利息保障倍数	-12.3	-11.7	-6.0	-18.0	-19.9	-22.0	
							资产负债率	47.21%	46.73%	24.81%	24.11%	24.82%	25.58%	

现金流量表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	119	135	141	161	185	212
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	17	15	15	23	24	30
非经营收益	-15	-7	-15	-14	-10	-11
营运资金变动	-48	-59	9	8	10	10
经营活动现金净流	73	84	151	178	210	241
资本开支	-23	-54	-44	-79	-79	-79
投资	292	-18	-670	39	0	0
其他	-121	179	-3	9	7	8
投资活动现金净流	147	107	-717	-31	-72	-71
股权募资	34	0	841	0	0	0
债权募资	0	0	0	-17	0	0
其他	-150	-103	-115	-97	-111	-127
筹资活动现金净流	-116	-103	725	-114	-111	-127
现金净流量	104	87	160	34	26	43

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	4	7	12
增持	0	1	2	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.33	1.46	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806