

超 7 成资产是现金，老牌牙膏厂登康口腔业绩稳、肯分红，但线上乏力、增长堪忧

导语：线上渠道是关键。

作者：市值风云 App：萧瑟

牙齿敏感指牙齿在受到温度（如冷、热）、化学物质（如酸、甜）、机械作用（如磨擦、咬硬物）等外界刺激时，所引起的短暂、尖锐酸痛症状，是较为常见的一类牙齿疾病。

近年来随着国内饮食结构趋于复杂、刺激性食物消费增加，牙齿敏感的患者群体也在不断扩大。

根据中国牙病防治基金会的调查，2021 年牙齿敏感在成人、老年人、年轻人群体中的患病率分别为 36.7%、49.3%、18.2%，较 2008 年分别提升 7.0 pct、14.6 pct、4.4pct。

图22：牙本质敏感患病率（%）



数据来源：中国牙病防治基金会发布的《中国成人牙本质敏感和牙齿磨蚀流行病学调查》，广发证券发展研究中心

针对这类病症，常见的治疗方法有氟化物脱敏治疗、激光治疗、修复治疗等，但正所谓治疾及其未笃、除患贵其未深，通过日常口腔护理加以预防方为上策。

风云君作为牙齿敏感的广大病友之一，今天就带大家一起来看一家与牙齿敏感防护与治疗息息相关的公司。

一、30 余年老品牌：“冷酸灵” 牙膏

这家公司就是于 2023 年 4 月在深交所上市的登康口腔（001328.SZ）。

登康口腔作为曾经重庆轻工“五朵金花”之一，是一家地道的老牌国资企业，前身是 1964 年经轻工部批准成立的西南地区第一家专业牙膏厂。

重庆市国有资产监督管理委员会作为实控人，截至 2024 年一季度末通过重庆轻纺控股(集团)公司，实现 58.93%的间接控股。



(来源：登康口腔公告)

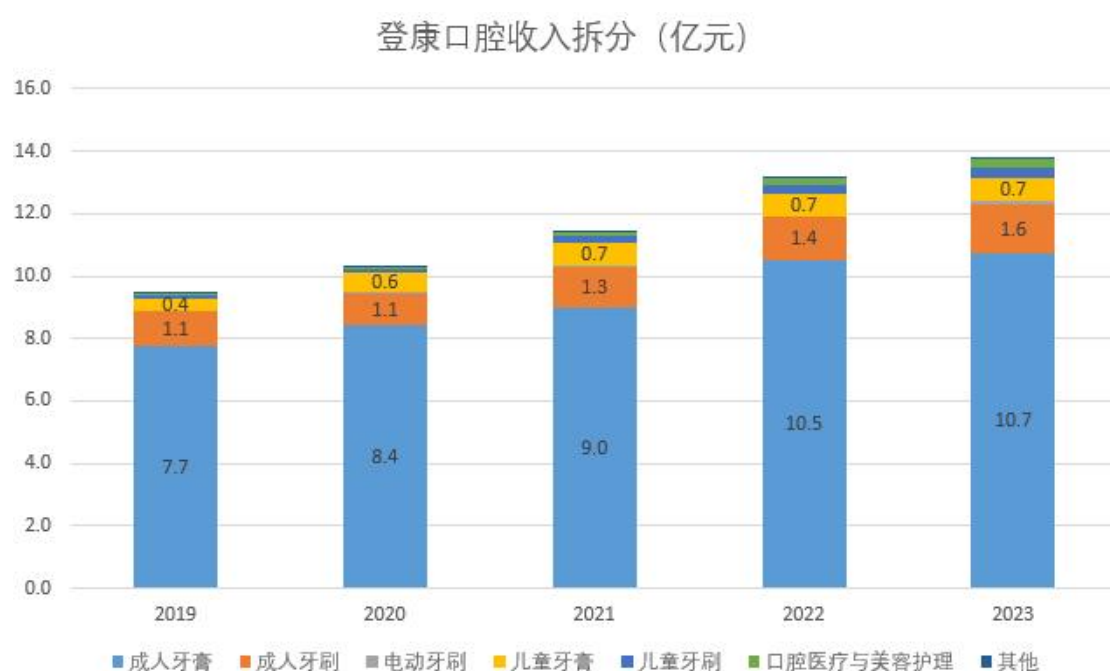
登康口腔旗下上市于 1987 年的核心品牌“冷酸灵”想必大家都有所耳闻。

时至今日，登康口腔的业务范围已拓展至整个口腔护理领域，涵盖传统牙膏、牙刷、电动牙刷、冲牙器、漱口水、牙线、脱敏剂、口腔喷雾等产品。

公司也构建了多层级的品牌矩阵，后续又推出了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”等。

不过以“冷酸灵”为代表的成人牙膏仍然是公司收入的主要来源，营收贡献常年在 8 成左右。

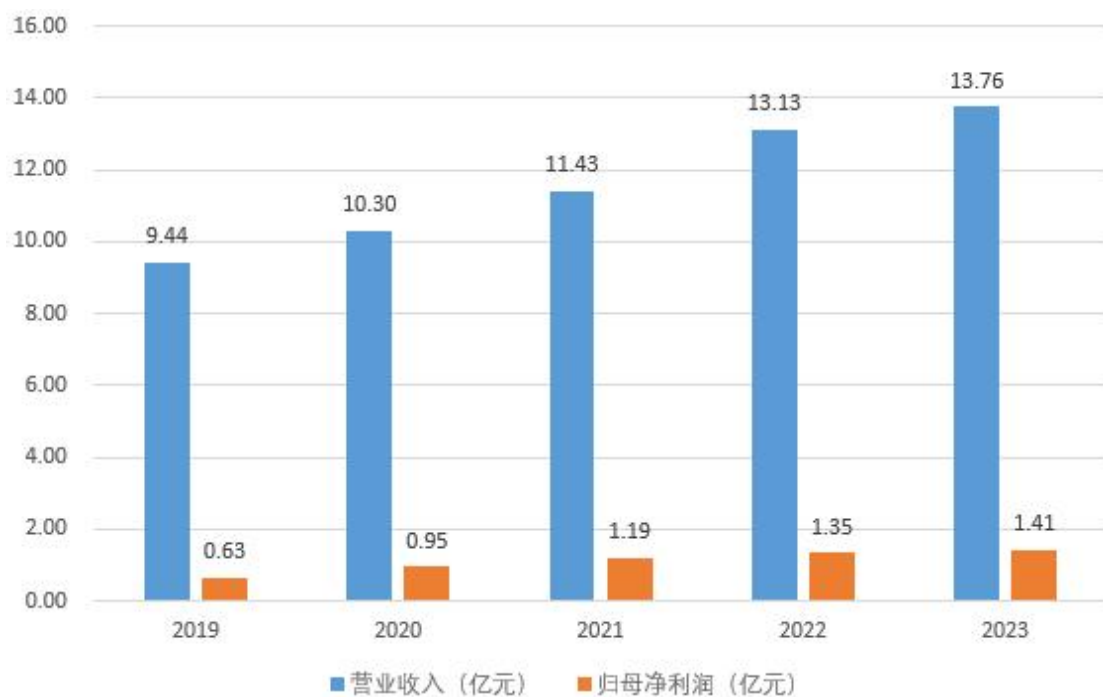
2023 年该产品收入 10.74 亿，占比 78.1%，成人牙刷、儿童牙膏两类产品也分别有 11.3%、5.3%的占比。



(来源：登康口腔公告，制图：市值风云 APP)

此外我们也能够看到，近年来登康口腔各产品线的收入均呈现出逐年增长的态势，最终体现在业绩上亦是如此。

2019-2023 年间，登康口腔总营收自 9.44 亿增长至 13.76 亿，归母净利润自 0.95 亿增长至 1.41 亿，CAGR 分别为 9.9%、10.4%。



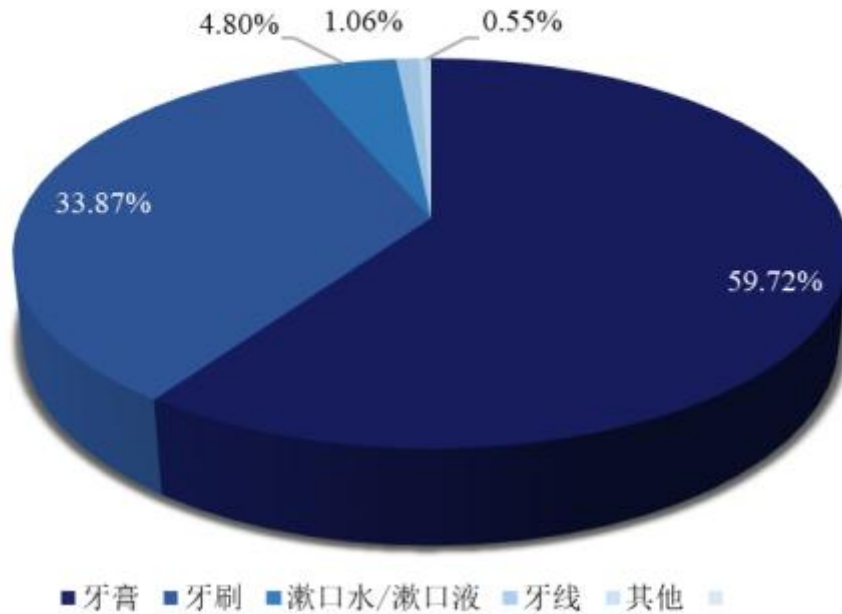
(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

二、线下渠道国内排第 4，线上仍缺乏存在感

稳定的业绩在一定程度上与牙膏产品的必选消费属性相关。

在当今社会，口腔清洁已是日常生活中必不可少的一环。尽管近年来各类口腔护理新产品层出不穷，但登康口腔根据招股书中的数据，牙膏、牙刷两类传统产品合计仍能占据 9 成以上的市场。

2021 年我国口腔清洁护理用品产品结构

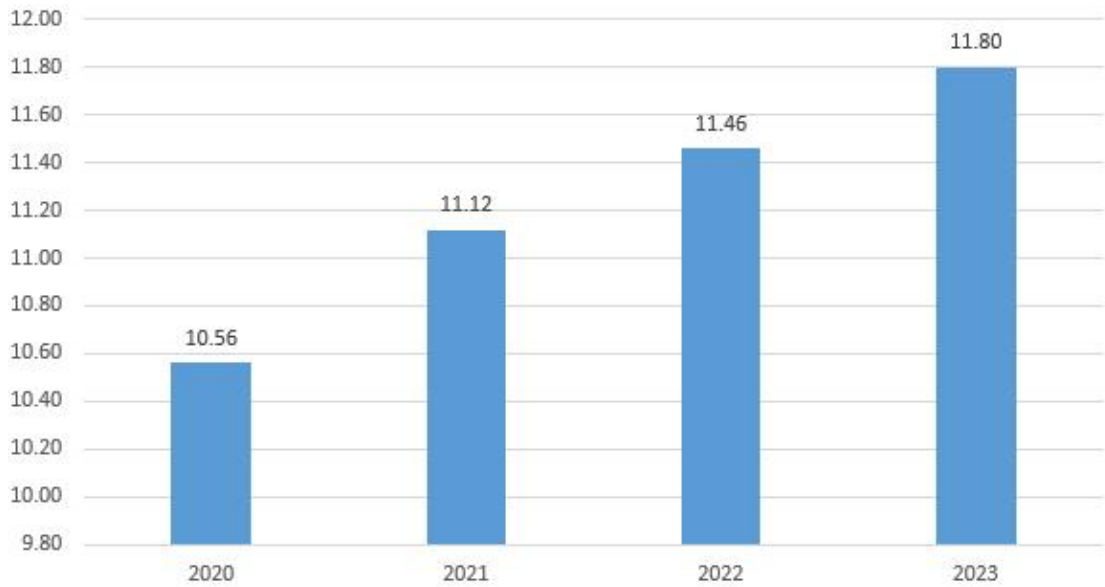


(来源：登康口腔招股书)

根据国家卫健委发布的《健康口腔行动方案（2019—2025 年）》，2020 年国内成人每天 2 次刷牙率约为 40%，较 2016 年提升约 4pct，且预计至 2025 年将达到 45%。

而在价格方面，全国 36 城 120 克普通牙膏每盒销售均价自 2020 年的 10.56 元增长至 2023 年的 11.80 元，三年内上浮 11.7%，这一数字也是高于国内同期约 3.3%的城市 CPI 累计同比。

36个大中城市:牙膏:普通(120克左右) (元/盒)



(来源: 国家发改委, 制图: 市值风云 APP)

目前国内牙膏市场的线下渠道中, 市占率超过 5%以上的公司有 6 家, 其中云南白药(000538.SZ)和好来化工两家公司的优势较为明显, 2023 年分别占 24.6%、18.6%。

登康口腔则以 8.0%的市占率位居行业第四, 且 2021-2023 年间其市占率自 6.8%上行至 8.0%, 1.2%的提升幅度在同期内 6 家公司中排在第一。

此外可以看到的是, 在行业前 6 中, 云南白药、冷酸灵以及薇美姿旗下的“舒客”三大国产品牌的市占率在近年内均有不同程度的提升。

而形成鲜明对比的是, 像中外合资品牌好来、外资品牌高露洁 (CL.N), 同期内市占率均有不同程度的下滑。

牙膏线下消费选择趋于国产化，对老牌国货登康口腔来讲无疑是利好。

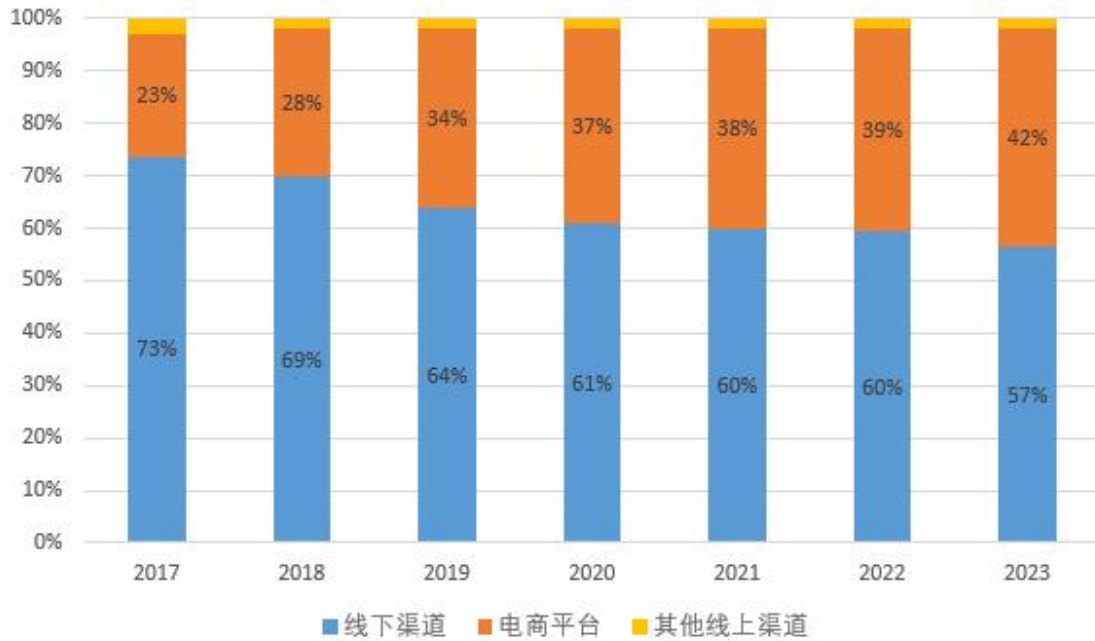
| 序号 | 公司名称 (品牌) | 所属国家 | 市占率 | | | 2021-2023变动 |
|----|------------|------|-------|-------|-------|-------------|
| | | | 2021 | 2022 | 2023 | |
| 1 | 云南白药 | 中国 | 23.9% | 24.5% | 24.6% | 0.7% |
| 2 | 好来化工 (原黑人) | 合资 | 20.1% | 19.3% | 18.6% | -1.5% |
| 3 | 保洁 (佳洁士) | 美国 | 8.8% | 8.6% | 8.9% | 0.1% |
| 4 | 登康口腔 (冷酸灵) | 中国 | 6.8% | 7.3% | 8.0% | 1.2% |
| 5 | 高露洁 | 美国 | 5.6% | 5.5% | 5.2% | -0.4% |
| 6 | 薇美姿 (舒客) | 中国 | 4.9% | 5.1% | 5.2% | 0.3% |
| 合计 | | | 70.1% | 70.3% | 70.5% | 0.4% |

(来源: 尼尔森零售研究数据, 制表: 市值风云 APP)

此外, 产品销售向线上渠道的转移也是近年来国内口腔护理行业内的明显趋势。

以大型连锁超市为代表的线下渠道曾是牙膏销售的主要场景, 不过在2017-2023年间国内口腔护理产品线下销售占比自73%下滑至57%, 取而代之的自然是在线渠道, 2023年销售占比已达44%, 且其中42%来自电商平台。

国内口腔护理行业渠道结构



(来源：欧睿国际，制图：市值风云 APP)

作为有 30 余年线下经验的大卖品，近年来登康口腔对线上渠道的布局也没有落下。

据招股书披露：2019-2021 年间其电商推广费用金额自 355 万提升至 2,289 万，目标电商平台也自天猫、京东逐渐推广至抖音、快手、拼多多等。

总投资 3.77 亿的 IPO 项目“全渠道营销网络升级及品牌推广建设”，主要目的之一便是补齐线上短板、实现全域全渠经营。

(1) 全渠道营销网络建设是提升市场占有率的需要

口腔护理产品属于日常消费必需品，具有全域全渠的市场特征。口腔护理用品的市场推广必须依靠强大的营销网络才能触达更广大的消费者，因此，营销网络建设是口腔护理企业赢得市场竞争的关键要素之一。传统“经销+直销”的线下销售模式支撑了行业过往数十年的发展，但随着我国信息基础设施建设步伐的加快、互联网电商平台的崛起、网上支付安全水平的提升和快递物流行业的快速发展，电商渠道已发展成为重要的销售渠道，同时衍生出了社区团购、O2O 到家零售、抖音等新零售渠道。为更好的满足消费者需求，应对市场竞争，口腔护理企业均纷纷加强多元化销售渠道建设，在巩固原有销售渠道的同时，布局 and 开发新销售渠道，实现“线上+线下”的全域全渠经营模式。

(来源：登康口腔公告)

从业绩看，销售端的投入也取得了回报，登康口腔来自电商渠道的收入规模持续放量，2019-2023 年间自 0.57 亿持续增长至 3.16 亿，贡献了期间公司总营收的大多数增量。

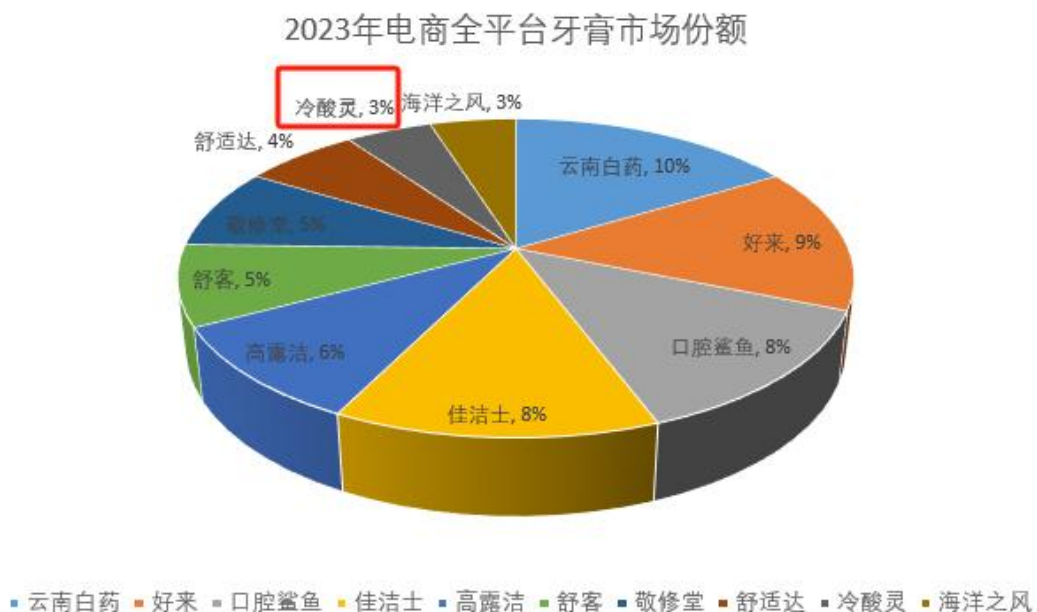


(来源：登康口腔公告，制图：市值风云 APP)

但是，相较于门槛相对更高、竞争格局趋于稳定的线下渠道，方兴未艾的线上渠道中，竞争无疑要更为激烈。

各大电商平台中的参与者繁多，除了线下渠道中的各大头部品牌外，还多了诸如口腔鲨鱼、敬修堂、海洋之风等新锐国产品牌。

至 2023 年业内仍未出现市占率超过 10% 的品牌，60% 的线上 CR10 较 70% 的线下 CR6 低出了 10 个百分点。



(来源：久谦数据，制图：市值风云 APP)

根据久谦数据的统计，2023 年冷酸灵在电商全平台中以 3% 的市占率排在业内第 9，业内地位要明显逊于传统的线下渠道。

如何应对线上渠道内的激烈竞争，将会是登康口腔未来面临的一大挑战。

三、主打差异化，产品迭代迅速

国内牙膏行业经过数十年发展，在产品功效方面早已发生分化，各大头部品牌均已培育出属于自己的差异化优势。

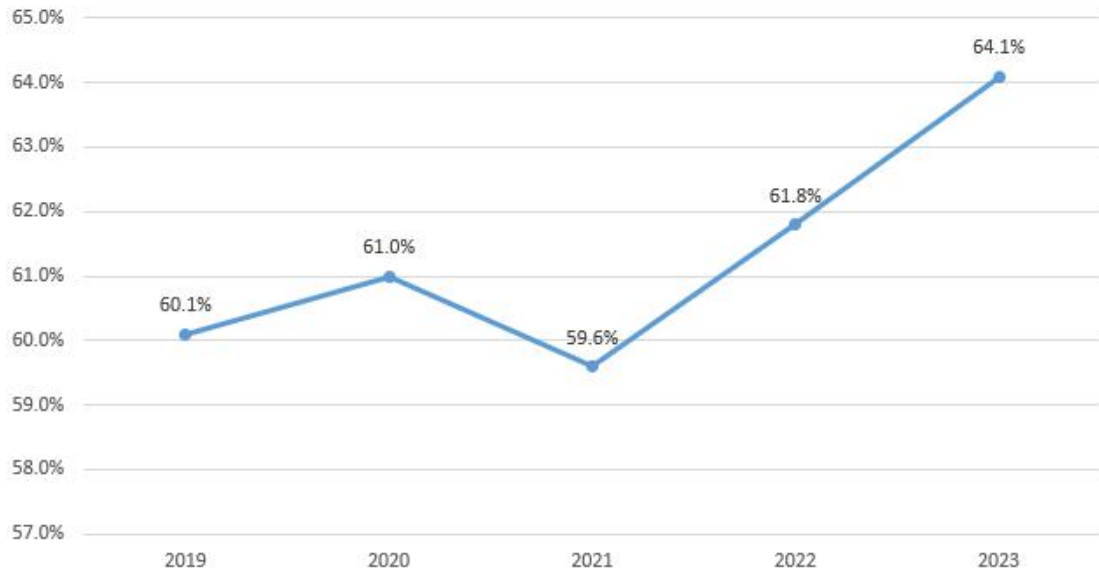
例如佳洁士、高露洁等外资品牌在 90 年代进入中国时，便大力推广“美白”的产品形象并延续至今。

中外合资的好来走的也是“美白”这条赛道，此外还附带了清新口气的元素。

云南白药进入行业较晚，2005 年方才推出第一款牙膏产品，但凭借着的独特的护龈止血功效，后来居上做到了行业第一，且至今在这一细分领域内难觅对手。

登康口腔的差异化优势则在于引言中提到的防治牙齿敏感，冷酸灵品牌在这一领域内的市场份额常年在 60%左右，且近两年内还在持续提升。

冷酸灵在抗敏感牙膏市场份额



(来源：尼尔森零售研究数据，制图：市值风云 APP)

而主打抗敏感牙膏的同行中，能打的竞争对手也只有国际医药巨头葛兰素史克（GSK.N）旗下的品牌“舒适达”，2021年市占率约26.1%，这样看登康口腔的绝对龙头地位相当稳固。

2023年抗敏感类牙膏在牙膏市场总体中的份额约11.7%，是第三大功效品类，不过相较于排在前两位的牙龈护理类、美白类的份额还有较大差距，这也变相解释了牙膏行业当前的竞争格局。

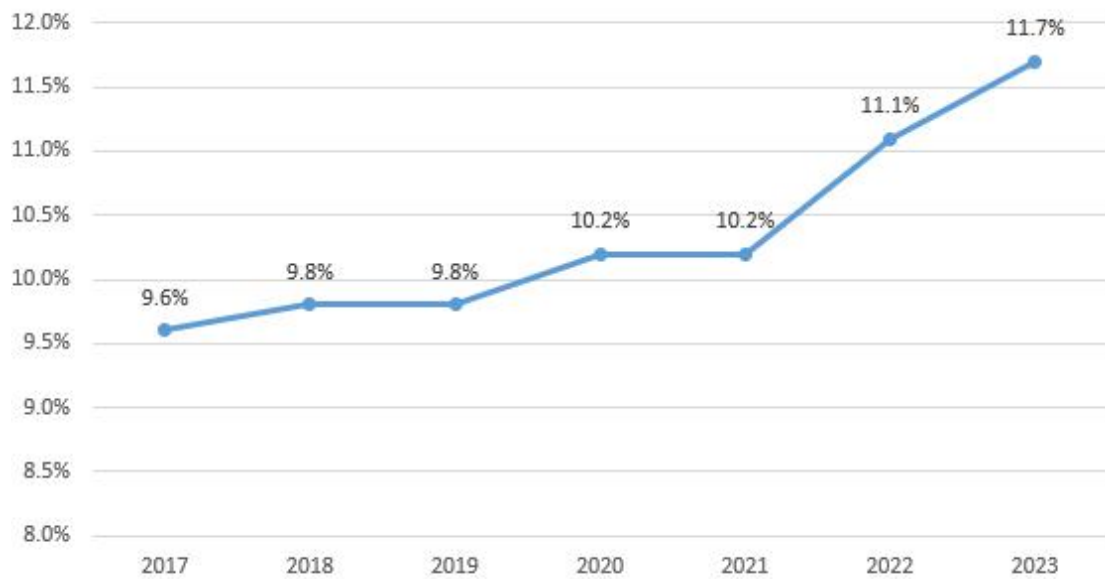
2023年牙膏市场功效格局



(来源：尼尔森零售研究数据，制图：市值风云 APP)

不过相较于 2017 年 9.6% 的占比，近年来抗敏感类的份额有明显提升。随着牙齿敏感患者数量的增长，这类功效愈发受到消费者青睐。

抗敏感牙膏销售份额



(来源：尼尔森零售研究数据，制图：市值风云 APP)

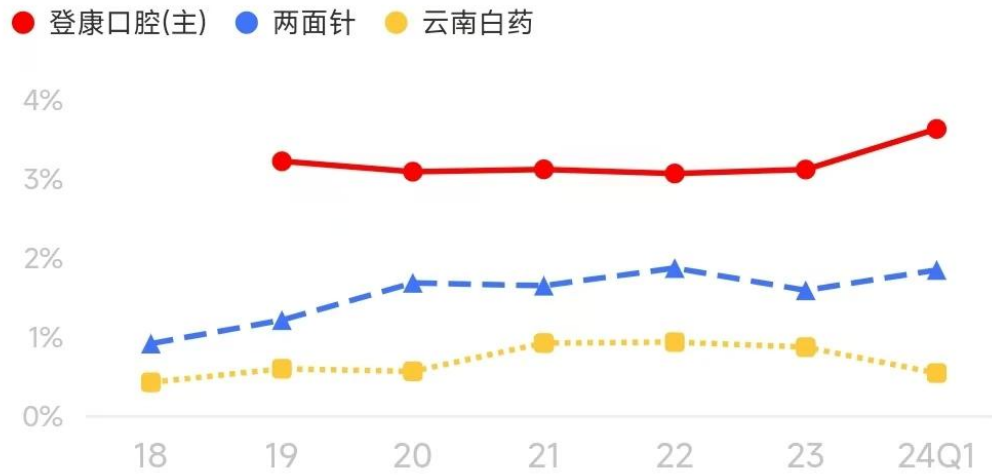
目前登康口腔在牙齿抗敏领域已实现 1.0 锶盐抗敏、2.0 双重抗敏、3.0 生物矿化抗敏三代技术积累，截至 2023 年末已取得国内授权专利 230 余项、发明专利 20 余项。

这也要得益于其研发能力。

在竞品舒适达打着“抗敏专家”进入中国市场后，2009 年登康口腔也相应建立了行业内首家抗牙齿敏感研究中心，如今旗下已拥有国家级工业设计中心、国家级博士后科研工作站、CNAS 国家认可实验室等创新平台。

近年来登康口腔的研发费用率水平平均维持在 3.1%左右，这一数字虽然不高，但在快消品行业中已经算是优秀，且明显高于 A 股中的两家牙膏同行云南白药、两面针（600249.SH）。

研发费用率



| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 |
|---|------|------|------|------|------|------|--------|
| ● | - | 3.2% | 3.1% | 3.1% | 3.1% | 3.1% | 3.6% |
| ● | 0.9% | 1.2% | 1.7% | 1.6% | 1.9% | 1.6% | 1.8% |
| ● | 0.4% | 0.6% | 0.6% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.5% |

(来源：市值风云 APP)

相较于其他牙膏头部品牌，近年来登康口腔在产品更新迭代方面也是更为积极，据长江证券统计 2021 至 2024 年 6 月期间共发布过 8 款新品，2023 年新品已能够贡献收入 3.03 亿，约占总营收的 20%。

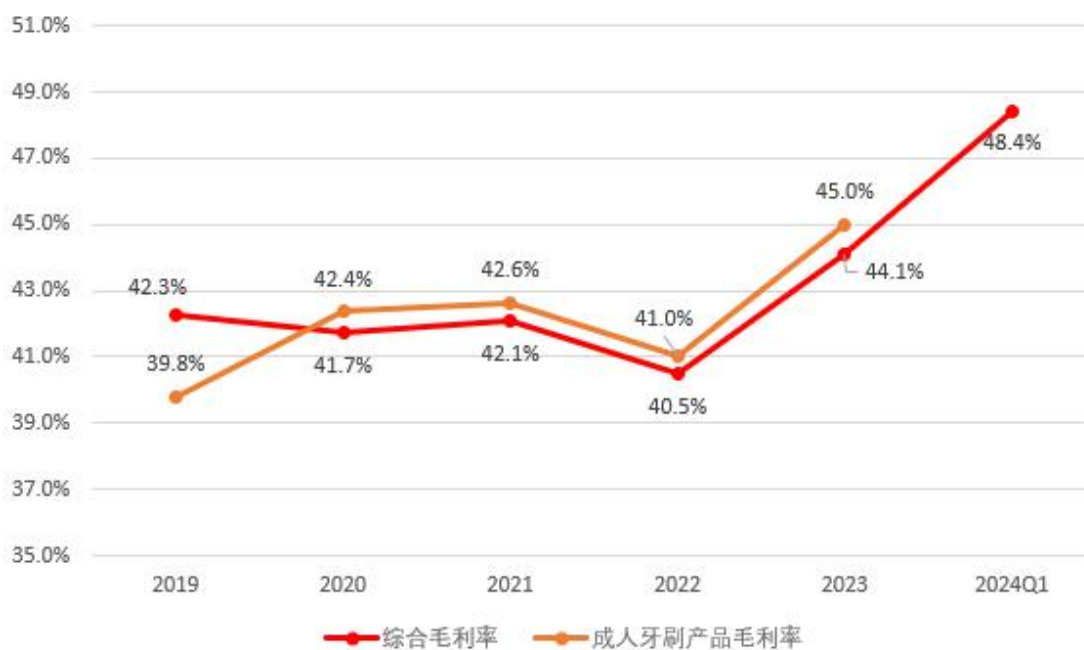
图 26: 牙膏品牌近年新推代表性产品对比

| | 冷酸灵 (登康口腔) | 好来 (高露洁) | 高露洁 | 佳洁士 (宝洁) | 云南白药 |
|---------------------|---|---|---|---|---|
| 2024 | 专研抗敏心润白桃口味牙膏 (益生菌清新) | - | 牙菌斑深洁牙膏 色修美白牙膏 | - | - |
| 2023 | 护龈抗敏牙膏 (三七配方) 光感美白牙膏 | 深导白牙膏 | 酵素美白牙膏 每日光泽牙膏 美白小蛮腰牙膏 | - | - |
| 2022 | 盐白抗敏牙膏 专研抗敏-抗糖防龋 小系列牙膏 (四种口味) | 全新白酵素牙膏 双重薄荷清然牙膏 | 焕白臻效牙膏 | 3D炫白玫瑰盐牙膏 | 无明显新品迭代 |
| 2021 | 医研抗敏牙膏 (修护口腔粘膜) 专研抗敏牙膏 (护龈/美白/植物炭) 专护抗敏牙膏 | 黑人超白密泡-小苏打牙膏 茶倍健牙膏 (白桃/百香果/龙井 绿茶/魔力白茶) | 首创360度玻尿酸牙膏 | 敬白牙膏 (白桃&红西柚) | - |
| 产品迭代方向 | 巩固抗敏传统优势, 新增修护、 美白、去渍等功效; 创新泵式牙膏 | 巩固美白和清新口气传统优势, 并推新口味迎合年轻消费者, 补 位美白技术领域 (突破性 [Activ Oxygen]美白技术) | 巩固美白传统优势, 迭代专研生 物酵素等系列, 推不挂壁技术、 健齿功效 (pro-argin 专利) | 以巩固美白传统优势为主 | 延续传统中草药配方, 包装国潮 化 (京剧IP) |
| 代表产品图示 |  |  |  |  |  |
| 主流产品价格带 (元/100克) | 12-18 | 8-14 深导白牙膏98 | 10-35 红管酵素牙膏80 | 11-19 | 15-35 |

资料来源: 各公司天猫 官旗, 官方公众号, 长江证券研究所 注: 价格带统计时点为 2024 年 6 月

可以看到在产品策略方面, 登康口腔在大力推广医研平台、专研平台等高端抗敏感品类的同时, 也在不断融入清新、美白、修护等其他元素。

在上市之前, 登康口腔的综合毛利率水平维持在 42%左右, 而在 2023 年提升至 44.1%, 2024 年一季度更是有 48.4%的水平。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

根据登康口腔在业绩说明会中的披露, 其毛利率的提升正是来自产品结构的优化。

10、毛利率多少？

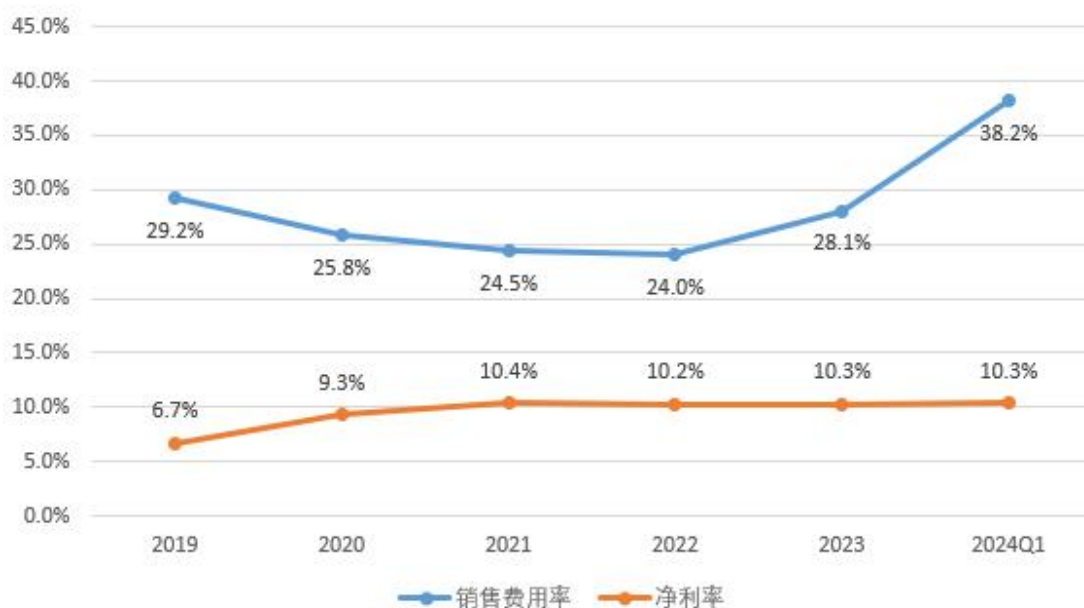
尊敬的投资者, 您好! 衷心感谢您对登康口腔的关注, 2023年度公司产品毛利率为 44.09%, 公司通过不断进行产品结构的优化, 产品毛利率持续提升。感谢您的关心支持!

(来源: 登康口腔公告)

四、盈利能力稳定, 账上现金丰厚

2023年以来, 公司毛利率的提升和销售费用率上行同步, 因此自2021年起净利率一直维持在10.3%左右的水平。

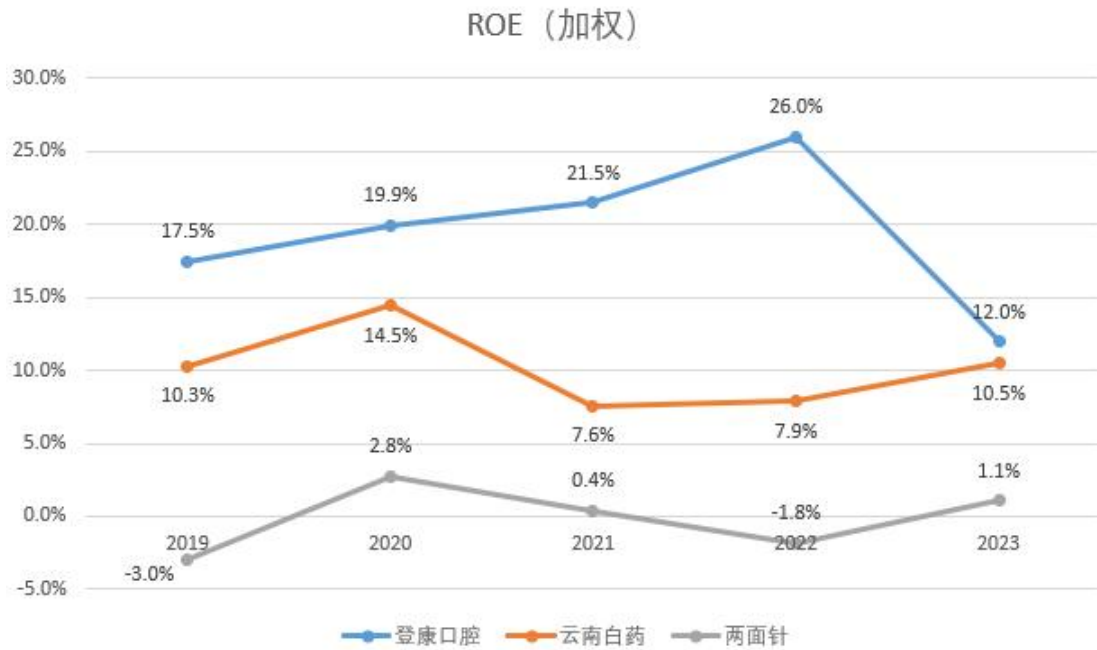
快消品作为典型的 toC 行业，在销售端需要进行高额投入也是商业模式的一大痛点，尤其是在新兴的线上渠道内竞争愈发激烈的情况下。



(来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP)

若以净资产收益率的维度衡量盈利能力，2023 年 IPO 后，ROE 降至 12.0%，略高于同行云南白药的 10.5%。

截至 8 月 16 日收盘，公司 PB 为 3.06 倍。



(来源: Choice 终端, 制图: 市值风云 APP)

登康口腔 IPO 计划募资规模为 6.6 亿, 实际 8.9 亿, 截至 2023 年末仅用了 2.15 亿, 因此账面留有货币性资产 13.28 亿, 在总资产中占比高达 71.1%。

手握大把现金, 上市之后登康口腔的分红也是十分大方, 2022、2023 两年间分红率分别为 76.7%、79.2%。