



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年01月23日

基础数据

01月22日收盘价（元）	35.80
总市值（亿元）	61.64
总股本（亿股）	1.72

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证社服&美护&零售】登康口腔 24Q3 财报点评：主打质价比，线上渠道扩新品类，业绩增长进行时-2024.11.06

【兴证美护】登康口腔 2024H1 中报点评：竞争格局优化，市场份额稳步提升-2024.09.02

分析师：代凯燕

S0190519050001
daikey@xyzq.com.cn

研究助理：陆焱

luyan23@xyzq.com.cn

登康口腔(001328.SZ)

抗敏龙头，性价比优势凸显，线上化存想象空间

投资要点：

- **抗敏牙膏行业龙头，积极布局口腔护理大生态。**2019-2023年，公司营收由9.44亿元增长至13.76亿元，CAGR达9.88%；归母净利润由0.63亿元增长至1.41亿元，CAGR达22.30%，2024Q1-Q3营收10.53亿元，同比+4.12%；归母净利润1.18亿元，同比+9.54%。登康旗下拥有知名成人口腔护理品牌“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”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”。核心产品涵盖牙膏、牙刷等，并大力开发电动牙刷、口腔抑菌膏等新兴口腔护理产品。核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分领域稳定拥有60%+市场份额。
- **口腔护理行业增长韧性强，偏存量竞争市场，竞争格局变化&线上化为品牌发展提供新机遇。**口腔护理行业刚需属性强，具备增长韧性，次贷危机时期，美国个人可支配收入与个人消费支出持续下滑，而易耗品消费增长波动相对较小。2018-2023年我国口腔护理行业CAGR为2.8%，偏存量竞争市场，竞争格局变化&线上化为品牌发展提供新机遇。2014-2023年，口腔护理行业CR5市场份额保持50%+，高于护肤品行业约30%的集中度。此外，民族自信、技术创新以及更快速的市场反应能力推动国货品牌市场份额持续提升，2014-2023年间，口腔护理行业top10中国公司市占率提升9.9pct，为28.6%；外资公司市占率下滑16.2pct，为41.5%，特别是部分头部品牌份额出让，为国货品牌提供更大的市场空间，例如，单从牙膏看，好来线下份额2024H1较2023年进一步下滑0.55pct。口腔护理产品大多为标准化产品，适合线上销售，当前线上渠道已成为口腔护理行业全渠道增长的主要推动力，2023年口腔护理行业电商渠道销售占比41.8%，同比增速达10.55%，线上销售额占比较彩妆类落后13.6pct，行业线上化水平有待提升。
- **以先进抗敏技术为基础，从拓品类、提单价、拓渠道三方面提升主品牌冷酸灵增长动能，“量价齐升”，多板块业务协同发展。**冷酸灵品牌抗敏感技术绝对领先，经过三代技术更迭，现已掌握“锶盐+硝盐”双重抗敏，生物活性玻璃再矿化抗敏，“锶盐+硝盐+羟基磷灰石”三重抗敏等技术。①基于研发优势，冷酸灵紧抓行业产品高端化趋势推动自身产品升级，积极拓展牙膏品类，搭建抗敏感+X产品矩阵，丰富产品功效。②冷酸灵抓住消费升级与产品高端化趋势，通过成分升级与包装设计创新等方式提升产品单价，优化产品结构，同时保持显著的性价比优势，冷酸灵专研抗敏牙膏在抗敏功效上可替代舒适达劲速抗敏牙膏，价格仅为其六成。③渠道上公司线下具备立体的经销网络、广阔的深度分销体系，线下竞争壁垒深厚，且费用投入较少；线上推高卖新，2024年H1线上营收占比为22.92%，搭配主推大单品的打法，推高毛利水平，并赋能线下，公司盈利水平持续优化，2024Q1-Q3销售毛利率达到49.25%，同比+5.07pct。
- **投资建议：**主打质价比，紧抓渠道红利，线上渠道推高卖新，产品结构优化，线下稳定增长，公司盈利能力持续提升。冷酸灵品牌已取得成熟的品牌心智，公司通过拓展线上渠道扩新品类，主打质价比路线。我们预计2024-2026年公司实现归母净利润1.64/1.98/2.28亿元，同比增长16.0%/20.6%/15.3%，EPS分别为0.95/1.15/1.32元，对应1月21日收盘价PE分别为38.1/31.6/27.4x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**新品推广不达预期风险、渠道建设不达预期风险、市场竞争风险等。

主要财务指标

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	1376	1475	1684	1890
同比增长	4.8%	7.2%	14.2%	12.2%
归母净利润（百万元）	141	164	198	228
同比增长	5.0%	16.0%	20.6%	15.3%
毛利率	44.1%	48.9%	50.2%	51.1%
ROE	10.1%	11.4%	13.3%	14.9%
每股收益（元）	0.82	0.95	1.15	1.32
市盈率	44.2	38.1	31.6	27.4

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 抗敏牙膏领导者，专业口腔护理龙头	5
(一) 以冷酸灵为基石，全方位布局口腔护理	5
(二) 打造全方位品牌矩阵，升级产品、拓展品类，贴合消费者需求	7
(三) 背靠国资助力长远发展，员工持股绑定核心团队利益	9
二、 行业：市场增长韧性强，行业集中度高，线上化空间大	10
(一) 需求：口腔护理展现增长韧性，发展前景广阔	10
(二) 竞争格局：口腔护理行业市场集中度高，国货品牌份额提升	12
(三) 渠道空间：线上渠道成为增长主推力，未来线上化空间大	14
(四) 供给：功效、品类、用户方面呈现新趋势	16
三、 公司增长逻辑：品类拓展&产品结构优化&渠道扩张，冷酸灵未来成长驱动力充足	18
(一) 拓展品类，搭建抗敏感+X 产品矩阵	18
(二) 提单价，产品升级后依然极具性价比优势	21
(三) 线上化空间大，线下份额稳定，盈利能力持续优化	23
(四) 积极布局新兴口腔护理品类，为公司后续成长提供动能	27
四、 财务：营业收入持续增长，盈利能力维持较高水平	29
(一) 盈利能力行业内突出，最大板块成人口腔护理贡献较大	29
(二) 业务发展引起公司期间费用率小幅上升，广告宣传费增长明显	29
(三) 经营效率较高，存货周转较缓但应收账款周转迅速	30
五、 盈利预测与投资建议	31
六、 风险提示	32

图目录

图 1、 我国牙膏线下抗敏感功效细分市场占比持续提升	5
图 2、 冷酸灵抗敏感牙膏线下销售额占比维持在 60%以上	5
图 3、 2019-2023 年公司营收 CAGR9.88%，2024 前三季度持续增长态势 ..6	
图 4、 2019-2023 年公司归母净利润 CAGR22.30%，2024 前三季度保持稳步增长	6
图 5、 登康口腔发展历程	7
图 6、 公司成人基础口腔护理产品占主导，2019-2024 年积极丰富各品类 ...8	
图 7、 截至 2025 年 1 月 21 日，重庆国资委控股 59.83%，员工持股绑定核心团队利益	9
图 8、 2007 年次贷危机时美国居民可支配收入下降	11
图 9、 2007-2011 年易耗品相比耐用品，变动幅度较平缓	11
图 10、 中国口腔清洁护理用品市场规模呈现波动上升态势，2018-2023 年 CAGR 为 2.8%	11
图 11、 我国居民口腔健康素养水平仍有待提高，成人每天两次刷牙率仅为 36.1% (2017 年)	11
图 12、 我国口腔护理行业集中度高，2014-2023 年 CR5 保持在 50%以上 ..12	
图 13、 2023 年我国口腔护理行业 CR5 达 54.9%，公司市占率中高露洁、云南白药、宝洁位列前三	12
图 14、 2023 年我国口腔行业各品牌市占率，云南白药、好来、高露洁位列前三	12

图 15、 日化口腔行业线上渠道 CR5 品牌集中度仅为 28.9%，低于线下渠道	13
图 16、 日化口腔行业线上渠道 CR5 品牌集中度 28.9%，竞争格局优于其他日化细分行业	13
图 17、 口腔护理行业 top10 中中国公司市占率呈现上升趋势，2023 年达 28.6%	14
图 18、 2014-2023 年口腔护理行业头部外资企业份额下降明显（单位：PCT）	14
图 19、 2014-2023 年口腔护理行业头部外资品牌份额下降明显（单位：PCT）	14
图 20、 电商渠道占比逐年上升，2023 年达 41.8%	15
图 21、 2018-2023 年线上渠道成为口腔护理行业增长主推力	15
图 22、 2023 年口腔护理行业相较其他行业线上化水平低，线上渠道增长较快	15
图 23、 2023 年头皮洗护、口腔护理、手部护理、女性卫生用品线上增速远高于线下	15
图 24、 2023 年口腔护理行业内部多数品牌线上零售占比存在提升空间	16
图 25、 近几年牙龈护理、美白、抗敏感产品线下占比位于前三	16
图 26、 2023 年牙膏在口腔护理产品市场占比达 61.49%	17
图 27、 新兴品类发展迅速，牙增白剂 2018-2023 年 CAGR 达 17.55%	17
图 28、 儿童龋齿问题严重，5 岁组儿童患龋率高达 71.9%	18
图 29、 儿童口腔护理市场规模呈现上升趋势，预计 2025 年市场规模达 80 亿元	18
图 30、 公司抗敏感 3.0 技术矩阵	18
图 31、 2019-2024 前三季度公司研发费用率保持在 3%以上，2024 前三季度提升明显	20
图 32、 2019-2024H1 公司研发费用率处于行业前列	20
图 33、 冷酸灵泵式牙膏操作及泵式牙膏系列	21
图 34、 冷酸灵抖音渠道 40-80 价格段占比不断提升	22
图 35、 抖音渠道各品牌均价：推高推新后，冷酸灵较其他高端品牌仍具备价格优势（单位：元）	22
图 36、 冷酸灵凭借性价比优势，有望在国货市场中占领更多份额	23
图 37、 近几年抗敏感细分领域线下市场销售份额变化趋势图（%）	23
图 38、 公司按渠道划分收入，经销主导，电商渠道占比上升，2024H1 达 22.92%	23
图 39、 2019-2022H1 公司合作经销商数量维持在 500 家左右	24
图 40、 2019-2022H1 持续贡献收入的经销商贡献 60%+，公司经销收入稳增	24
图 41、 中国按口腔护理市场渠道划分的零售额中，电商渠道增速第一，预计到 2025 年接近 700 亿元（单位：十亿元）	25
图 42、 2021-2022H1 公司电商布局中，抖音快手起势	25
图 43、 冷酸灵新签代言人吴磊，天猫等渠道品牌焕新，冠名 2023 华人春晚以及推出系列影片	26
图 44、 2024H1 登康在牙膏行业线下销售额占比相比 2023 年增加 0.53PCT，行业排名升至第三	26
图 45、 公司毛利率持续提升，2024 前三季度销售毛利率达到 49.25%	26
图 46、 2019-2021 年我国功效牙膏线下产品结构：儿童牙膏市场增速明显	27
图 47、 2019-2021 年线下儿童牙膏前十品牌销售额占比：登康儿童品类增速	27

行业领先	27
图 48、 预计 2024-2027 年电动牙刷市场规模同比增速跑赢市场整体	28
图 49、 公司积极发展智能口腔护理产品，2019-2023 年电动牙刷增速超 80%	28
图 50、 口腔市场中漱口水、牙线等口腔医疗美容品类占比均小于 5%，潜力巨大（2021 年）	28
图 51、 公司口腔美容与护理产品销额迅猛增长，2019-2023 年复合增长率为 214.08%	28
图 52、 2019-2024 前三季度公司销售毛利率显著高于同比公司	29
图 53、 2019-2024 前三季度公司销售净利率呈现提升态势	29
图 54、 公司 2024 前三季度销售费用率上升带动期间费用率提升至 34.70%	30
图 55、 2024 上半年公司广告宣传费增长较多，超出 2023 年全年 0.31 亿元（单位：亿元）	30
图 56、 登康口腔存货周转天数相比可比公司较长，2024 年前三季度周转天数增加明显	30
图 57、 2020-2024 前三季度登康口腔应收账款周转天数相比可比公司周转较短	30

表目录

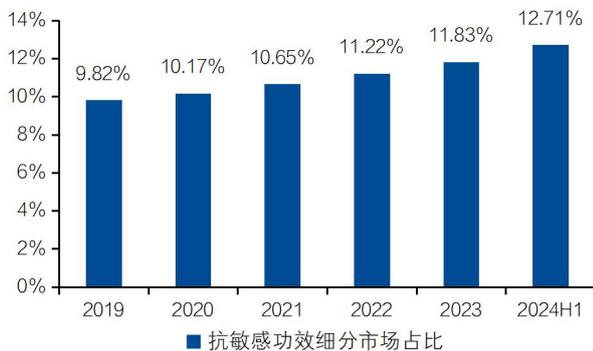
表 1、 四大板块产品矩阵布局扎实	8
表 2、 公司品牌以“冷酸灵”为核心，拓展不同定位的口腔护理品牌	9
表 3、 高层大多为内部培养晋升，任职时间长，核心管理层稳定	10
表 4、 冷酸灵专研抗敏牙膏与舒适达劲速牙膏在成分上无显著区别（抗敏）	19
表 5、 冷酸灵医研抗敏专效修复牙膏与舒适达专业修复牙膏修复成分一致（修复）	19
表 6、 冷酸灵积极拓展品类，搭建抗敏感+X 产品矩阵	20
表 7、 冷酸灵品牌价格相对亲民，具有显著性价比优势	22
表 8、 冷酸灵 2024 年抖音渠道 GMV 同比+150.58%，显著高于主要竞争品牌	25
表 9、 公司盈利预测假设	32
表 10、 可比公司估值一览（估值日期 2025-1-21）	32

一、抗敏牙膏领导者，专业口腔护理龙头

（一）以冷酸灵为基石，全方位布局口腔护理

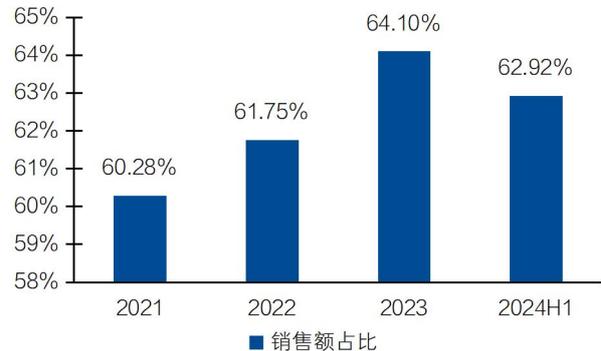
登康口腔是中国具有影响力的专业口腔护理企业，始终坚持“咬定口腔不放松，主业扎在口腔中”的聚焦发展战略，致力于为广大提供口腔健康与美丽的整体解决方案。旗下拥有知名成人口腔护理品牌“登康”“冷酸灵”，高端专业口腔护理品牌“医研”；儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”。主要产品涵盖牙膏、牙刷、漱口水等口腔清洁护理用品，电动牙刷、冲牙器等智能口腔护理用品，口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔消毒用品，以及牙齿脱敏剂等口腔医疗器械用品。2021~2023年，“冷酸灵”品牌在抗敏感细分领域的线下零售市场份额占比分别为60.28%、61.75%、64.10%，2024H1份额占比为62.92%，占据领导地位。截至2024年上半年，冷酸灵牙膏产品的零售额市场份额占比为8.57%，行业排名位居第三、本土品牌第二；冷酸灵牙刷市场零售额份额提升至5.64%，位居行业第二、本土品牌第二。

图 1、我国牙膏线下抗敏感功效细分市场占比持续提升



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

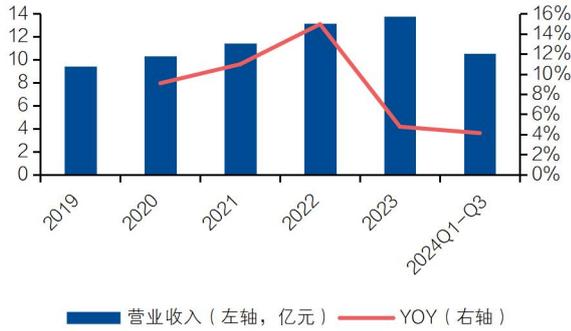
图 2、冷酸灵抗敏感牙膏线下销售额占比维持在60%以上



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

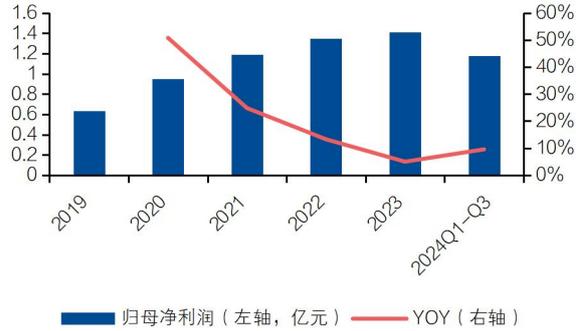
2019-2023年公司营收表现亮眼，CAGR达9.88%，归母净利润CAGR达22.30%。近年来，公司密切关注消费者需求，推进产品创新研发，打造高端、高附加值产品新矩阵。此外，在持续深耕优势线下渠道的同时加速电商等新零售渠道的拓展，实现了产品销量与价格的双重增长，推动了经营业绩的持续增长。2019-2023年公司营收CAGR达9.88%，2023年营收增长至13.76亿元，同比+4.76%。2019-2023年公司归母净利润CAGR达22.30%，2023年归母净利润增长至1.41亿元，同比+4.97%。2024前三季度公司维持良好增长态势，实现营收10.53亿元，同比+4.12%；归母净利润1.18亿元，同比+9.54%；在复杂的市场形势下稳中有增。

图 3、2019-2023 年公司营收 CAGR9.88%，2024 前三季度持续增长态势



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2019-2023 年公司归母净利润 CAGR22.30%，2024 前三季度保持稳步增长



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司发展历程可分为三个阶段：

- 1) 1939-2000 年：成长期。公司发展历程可追溯到 1939 年的“大来化学制胰厂”，后更名为“重庆大来化工厂”，期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第一家专业牙膏厂，1987 年核心产品冷酸灵脱敏牙膏正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生。
- 2) 2001-2016 年：快速发展期。2001 年，公司经股份制改造，正式成立重庆登康，并于 2002 年荣获“中国名牌”称号和“中国驰名商标”认定。公司于 2009 年成立冷酸灵抗牙齿敏感研究中心，2012 年成为行业内率先通过三标一体化认证的企业之一。2016 年，公司开始构建“互联网+产业链”数字化运营平台，着重加快公司内部管理结构化升级。
- 3) 2017 年至今：全面发展期。2020 年登康在重庆联合产权交易所公开挂牌增资引入战略投资者并实施核心骨干员工持股，标志着混合所有制改革圆满完成；2021 年 4 月公司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与能力；2023 年 4 月成功在深交所主板市场挂牌上市，迎来新的发展期。

图 5、登康口腔发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）打造全方位品牌矩阵，升级产品、拓展品类，贴合消费者需求

公司产品中成人基础口腔护理产品占比 90%，近年来拓展儿童口腔护理、电动口腔护理、口腔医疗等品类。成人基础口腔护理产品和儿童基础口腔护理产品是公司收入主要来源，2024H1 分别贡献 89.66%、7.59% 的营收；电动口腔护理、口腔医疗与美容护理产品收入贡献占比较低，分别为 0.71%，1.89%。

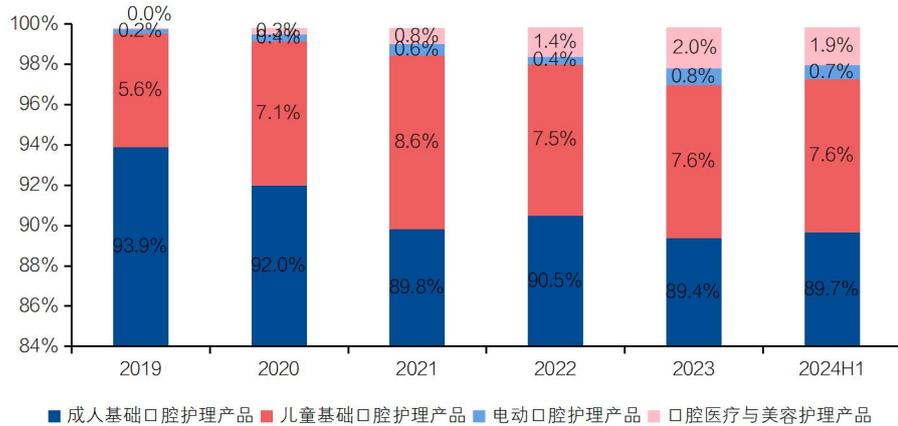
1) 成人基础口腔护理产品：2019–2023 年 CAGR 为 8.53%，稳健增长，2024H1 实现营收 6.30 亿元，同比增长 6.19%，主要系公司不断拓展渠道布局，并推动产品结构升级。其中成人牙膏、成人牙刷产品分别实现收入 5.50、0.80 亿元，分别同比+7.05%、+0.63%，牙膏品类呈现量价齐升，牙刷品类主要靠销量拉动增长。

2) 儿童基础口腔护理产品：2019–2023 年 CAGR 为 18.48%，增速较快，2024H1 实现营收 0.53 亿元，同比-0.73%。

3) 电动口腔护理类产品：2019–2023 年 CAGR 为 54.4%，2020、2021 年增长较快，但由于处于探索期，2022 年收入同比-24.5%至 0.05 亿元，2023 年电动牙刷业务取得了新的进展，销售额达 0.12 亿元，同比增长 129.48%。2024H1 销售额达 0.05 亿元，同比增长 62.14%。

4) 口腔医疗与美容护理产品：主要包含漱口水、消字号口腔抑菌膏与口腔抑菌护理液、械字号牙齿脱敏剂等产品，是公司未来产品拓展和收入增长的重要方向，2019–2023 年 CAGR 为 214.08%，处于市场拓展期，2024H1 实现营收 0.13 亿元，同比-10.52%。

图 6、公司成人基础口腔护理产品占主导，2019-2024 年积极丰富各品类



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、四大板块产品矩阵布局扎实

板块	品类	品牌	产品
成人基础口腔护理 (89.7%)	成人牙膏	冷酸灵医研	医研平台
		冷酸灵专研	专研平台
		冷酸灵预护	预护平台
		冷酸灵基础	基础平台
	成人牙刷	冷酸灵	猫爪刷
		冷酸灵	专研泡泡刷
儿童基础口腔护理 (7.6%)	儿童牙膏	贝乐乐	贝乐乐儿童牙膏
		贝乐乐	医研防龋牙膏
		萌芽	萌芽婴幼儿牙膏
	儿童牙刷	贝乐乐	贝乐乐儿童牙刷
		萌芽	萌芽儿童牙刷
		冷酸灵	冷酸灵天地系列
电动口腔护理 (0.7%)	成人电动牙刷	冷酸灵	冷酸灵日月系列
		冷酸灵	冷酸灵云海系列
		贝乐乐	贝乐乐电动牙刷
	儿童电动牙刷	冷酸灵	冷酸灵天地系列
		冷酸灵	冷酸灵日月系列
		冷酸灵	冷酸灵云海系列
口腔医疗与美容护理 (1.9%)	口腔医疗器械	冷酸灵	牙齿脱敏剂
		冷酸灵	口腔抑菌系列
	口腔卫生用品	冷酸灵	正畸护理系列
		冷酸灵	牙线系列
	口腔美容与专业 护理用品	冷酸灵医研	牙线系列
		冷酸灵专研	漱口水系列
		冷酸灵	口腔喷雾

资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：括号里的数据为各板块产品 2024H1 的收入占比

登康当前品牌矩阵：以冷酸灵为基石，实施“1+X”多品牌发展策略。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”，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用品。核心品牌“冷酸灵”在抗牙齿敏感市场拥有 60% 左右的市场份额，是中国抗敏感牙膏市场的领导者。同时公

司积极布局电动牙刷、漱口水、牙线棒、脱敏剂等高速增长的分品类，后续有望成为第二成长曲线。

表 2、公司品牌以“冷酸灵”为核心，拓展不同定位的口腔护理品牌

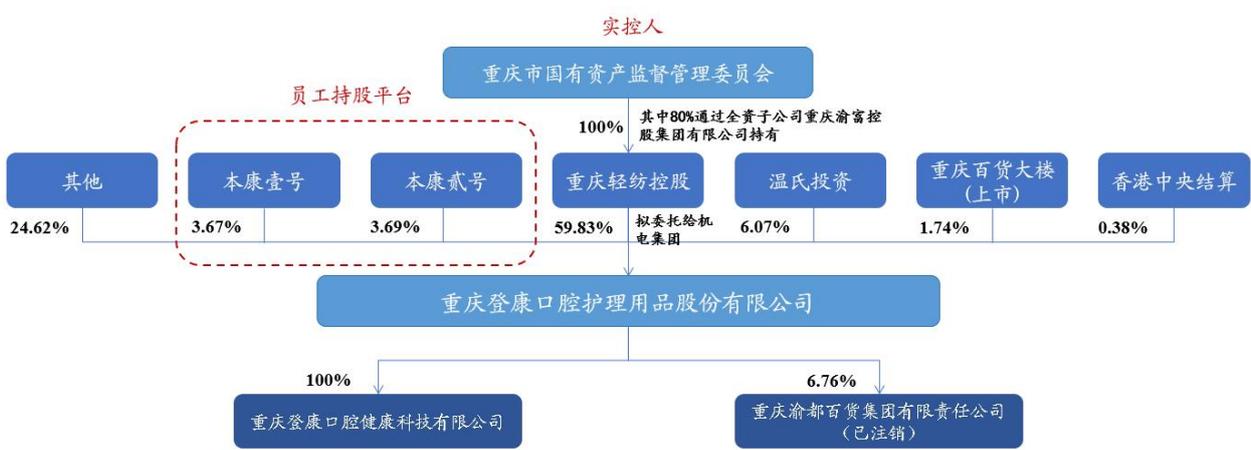
品牌名称	品牌 Logo	品牌定位	主要品类
冷酸灵		公司主打品牌，核心亮点在于产品的牙齿抗敏感保护功效。主要目标人群是有牙齿敏感感知的品质用户，满足其复层次化、多样化的功能需求，解决其复合口腔问题。	牙膏、牙刷、电动牙刷、漱口水
医研		定位高端、专业的口腔护理系列产品，产品系列覆盖修复牙齿受损、修复口腔黏膜、缓解疼痛等功效，经过临床验证产品功效，适用于特定口腔问题困扰的用户。	牙膏
贝乐乐		以食品级甄选品质、趣味培养儿童刷牙习惯和热门儿童 IP，选用优质安全原料，保护 2-12 岁儿童口腔。	牙膏、牙刷、电动牙刷
萌芽		专业针对 0-8 岁幼龄儿童开发，定位“科学守护宝宝健康口腔小世界”，让宝宝从萌芽开始拥有健康口腔生态。针对性开发温和泡泡、定量释放的泡沫泵式牙膏，以及安全防龋牙膏系列。	牙膏、牙刷

资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）背靠国资助力长远发展，员工持股绑定核心团队利益

公司股权结构集中，实控人为重庆市国资委，员工持股绑定核心团队利益。2023 年 4 月公司首次公开发售后，重庆市国资委通过控制轻纺集团控制公司 59.83% 的股权，为公司的实际控制人，其中，轻纺集团拟被委托给重庆机电集团管理；温氏投资持有公司 6.07% 的股本，为第二大股东；重庆百货持股 1.74%；员工持股平台本康壹号、本康贰号分别持有公司 3.67% 和 3.69% 的股权。公司董事长邓嵘、总经理赵丰硕、财务总监王青杰、副总经理邓全富、董秘杨祥思等均通过员工持股平台持有公司股权。

图 7、截至 2025 年 1 月 21 日，重庆国资委控股 59.83%，员工持股绑定核心团队利益



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

公司核心高管均在公司供职多年，具备丰富的一线销售、营销及管理经验。多数高管为从公司基层职位内部晋升，基本在公司供职超 20 年，且董事长邓嵘、总经理赵丰硕、副总经理邓全富等均有多年的一线销售、营销工作经验，对公司经营及所处行业有充分了解。

表 3、高层大多为内部培养晋升，任职时间长，核心管理层稳定

姓名	职位	任职期限	基本情况
邓嵘	董事长	2022/3/16-2025/3/15	1984 年始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、登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席、总经理、登康口腔党委书记、董事长、总经理。2016.12 至今，任登康口腔党委书记、董事长
赵丰硕	董事、总经理	2022/3/16-2025/3/15	1996 年始历任重庆牙膏厂销售科销售员、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、副总经理、董事、总经理；2018.09 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	2022/3/16-2025/3/15	2002 年始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、财务总监、董事；2021.11 至今，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、工会主席
邓全富	副总经理	2022/3/16-2025/3/15	1998 年始历任重庆牙膏厂销售科销售员、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、副总经理、董事；2020.02 至今，任登康口腔党委委员、副总经理。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。2009.06 加入登康口腔，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/董事会办公室部长；2018.11 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
杨祥思	董事会秘书	2022/3/16-2025/3/15	

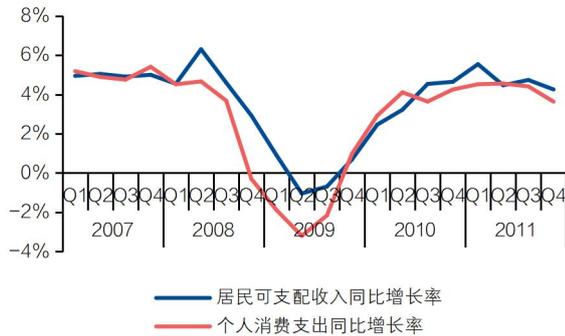
资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

二、行业：市场增长韧性强，行业集中度高，线上化空间大

（一）需求：口腔护理展现增长韧性，发展前景广阔

基础口腔护理品等易消耗品具有较强抗风险能力。2007 年美国次贷危机爆发后，美国个人可支配收入与个人消费支出陷入持续下滑困境。在这一经济动荡期间，与受冲击较大的耐用品相比，2007-2011 年，易消耗品季度增长率波动幅度较平缓，美国个人可支配收入与消费支出下滑对基础口腔护理等易消耗品与服务类消费影响较小，反映消费者在经济不确定性下对基础口腔护理的持续需求，凸显了基础口腔护理品等易消耗品的需求刚性与增长韧性。

图 8、2007 年次贷危机时美国居民可支配收入下降



资料来源：美国经济分析局，兴业证券经济与金融研究院整理

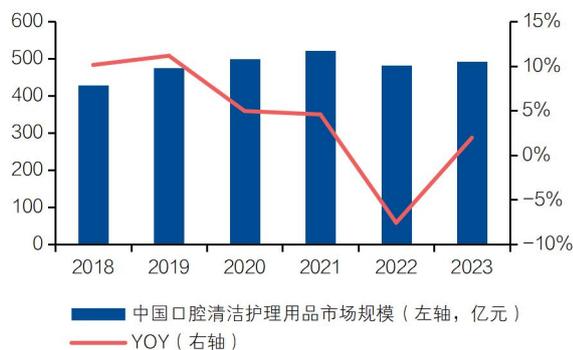
图 9、2007-2011 年易耗品相比耐用品，变动幅度较平缓



资料来源：美国经济分析局，兴业证券经济与金融研究院整理

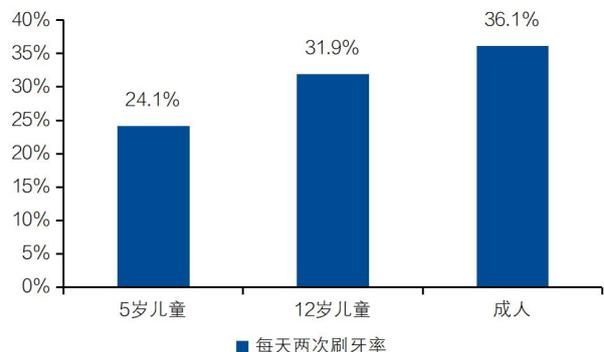
消费升级与需求刚性带来口腔护理市场稳健增长，长期看居民口腔健康素养水平仍有待提高。近年来，随着我国经济持续增长，国民人均收入水平不断提升，这不仅带动了居民消费能力增强，也引起了其对更高生活质量的追求。消费者对于口腔清洁护理的重视程度与日俱增，推动口腔清洁护理市场规模进一步扩大，使之呈现出一定的发展潜力。欧睿数据显示，2018 年至 2023 年，我国口腔清洁护理用品市场规模呈现波动上升态势，2023 年口腔清洁护理用品市场规模已达 491.5 亿元，CAGR 达 2.8%。目前我国居民口腔健康素养水平仍有待提高，每天两次刷牙可以有效控制牙菌斑形成，降低牙病率，但我国 12 岁儿童每天两次刷牙率仅为 31.9%，成人每天两次刷牙率也不足 40%。未来随着居民口腔健康意识的提高，居民每天两次刷牙率的提升将带动口腔护理市场规模进一步扩大。

图 10、中国口腔清洁护理用品市场规模呈现波动上升态势，2018-2023 年 CAGR 为 2.8%



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、我国居民口腔健康素养水平仍有待提高，成人每天两次刷牙率仅为 36.1% (2017 年)



资料来源：国家卫生计生委，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）竞争格局：口腔护理行业市场集中度高，国货品牌份额提升

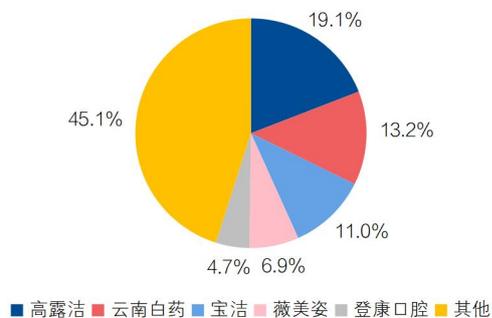
2014-2023年我国口腔护理行业CR5保持50%以上市场份额，市场集中度较高，竞争格局优于护肤品行业。欧睿数据显示，2014-2023年，尽管我国口腔护理行业CR5份额有所下滑，但也一直占据50%以上市场份额，保持较高的市场集中度。其中口腔护理行业2023年CR5达54.9%，高露洁、云南白药、宝洁、薇美姿、登康口腔分别占据19.1%、13.2%、11.0%、6.9%、4.7%的市场份额，行业头部效应明显。而企业技术研发和产品创新竞争更激烈的护肤品行业CR5份额则一直维持在30%左右。横向对比护肤品行业而言，技术含量低、产品差异度小的口腔护理企业有更多通过技术创新与差异化市场定位来进一步拓展市场份额的空间。

图 12、我国口腔护理行业集中度高，2014-2023 年 CR5 保持在 50%以上



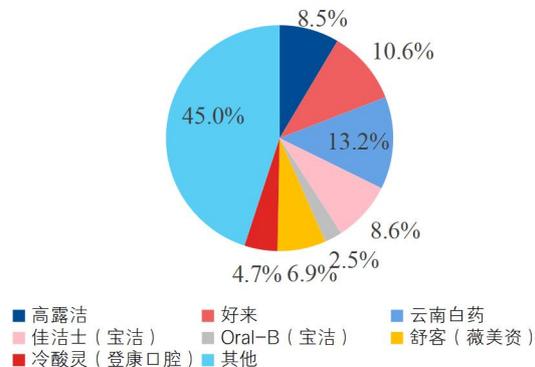
数据来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2023 年我国口腔护理行业 CR5 达 54.9%，公司市占率中高露洁、云南白药、宝洁位列前三



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2023 年我国口腔行业各品牌市占率，云南白药、好来、高露洁位列前三

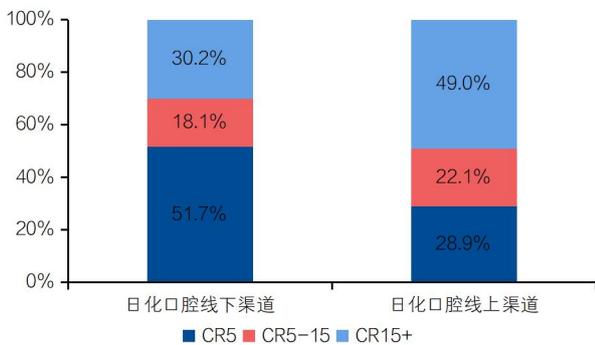


资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

与线下渠道不同，口腔护理行业在线上渠道呈现品牌集中度低、腰尾部品牌涌现的局面。线上渠道以低准入门槛，快速触达消费者的优势为新品牌、新产品提供

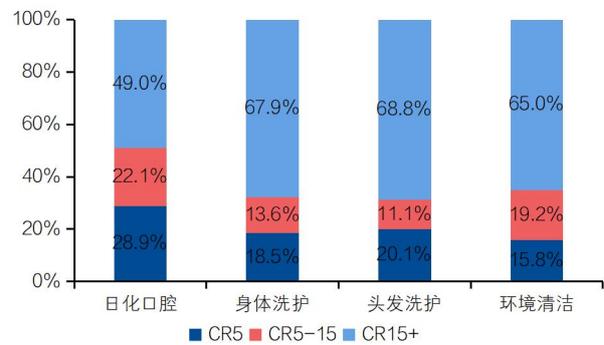
了更好的起势环境，众多腰部、尾部品牌借助线上平台的广阔空间与高效传播力得以迅速崭露头角。尼尔森 IQ 线上零售数据研究显示，2022 年 11 月-2023 年 10 月日化口腔护理行业线上渠道 CR5 品牌集中度仅为 28.9%，较线下渠道低 22.8pct。这意味着，相较于头部品牌已占据半壁江山、其他品牌争夺其余不到半成的线下渠道的局面，线上渠道的竞争环境更加友好。日化口腔护理品牌在线上渠道有更多的占比提升空间，助力营收增长。此外，对比其他日化细分行业，日化口腔护理行业线上 CR5 品牌集中度较高，线上头部竞争格局优于身体洗护、头发洗护等日化细分行业。

图 15、日化口腔行业线上渠道 CR5 品牌集中度仅为 28.9%，低于线下渠道



资料来源：尼尔森 IQ 线上零售数据研究，兴业证券经济与金融研究院整理
注：品牌集中度监测周期为 2022 年 11 月-2023 年 10 月

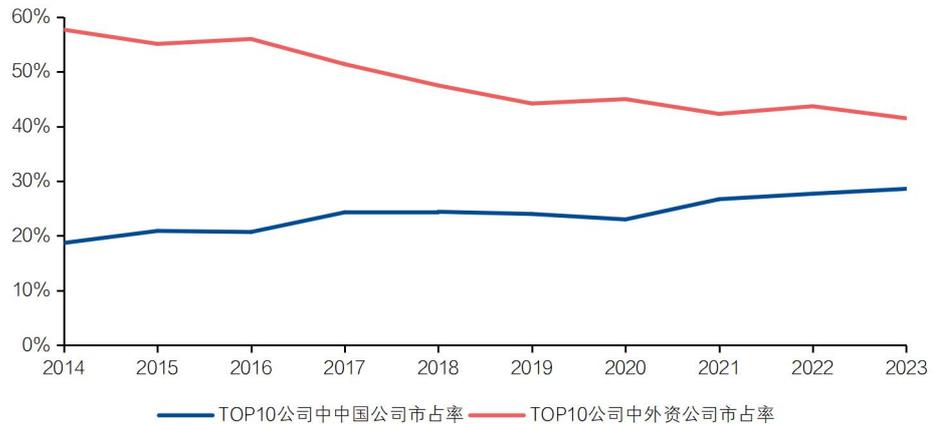
图 16、日化口腔行业线上渠道 CR5 品牌集中度 28.9%，竞争格局优于其他日化细分行业



资料来源：尼尔森 IQ 线上零售数据研究，兴业证券经济与金融研究院整理
注：品牌集中度监测周期为 2022 年 11 月-2023 年 10 月

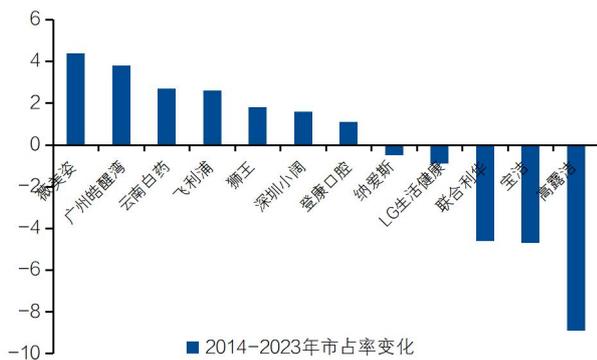
从内外资表现来看，口腔护理行业中国公司市占率呈现上升趋势，外资公司市占率有所下降。随着国民文化自信和文化自信的持续增强，国产品牌凭借不断升级产品结构、持续精耕销售渠道、快速响应市场变化等策略，赢得了广大消费者的青睐，持续提升市场份额。欧睿数据显示，2014-2023 年间，口腔护理行业 top10 公司中中国公司市占率由 18.7% 上升至 28.6%，提升 9.9pct；外资公司市占率由 57.7% 下降至 41.5%，下滑 16.2pct。在口腔护理行业中，头部外资企业份额出现明显的下降。2014-2023 年，高露洁、佳洁士、联合利华、好来分别下滑 6.5pct、5.8pct、4.6pct、2.4pct。而中国企业份额有所上升，2014-2023 年，云南白药、薇美姿、登康口腔、广州皓醒湾分别提升 2.7pct、4.4pct、1.1pct、3.8pct。由此可见，国货品牌在口腔护理市场上具有更强的韧性和更大的发展潜力。

图 17、口腔护理行业 top10 中中国公司市占率呈现上升趋势，2023 年达 28.6%



数据来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2014-2023 年口腔护理行业头部外资企业份额下降明显 (单位: PCT)



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2014-2023 年口腔护理行业头部外资品牌份额下降明显 (单位: PCT)

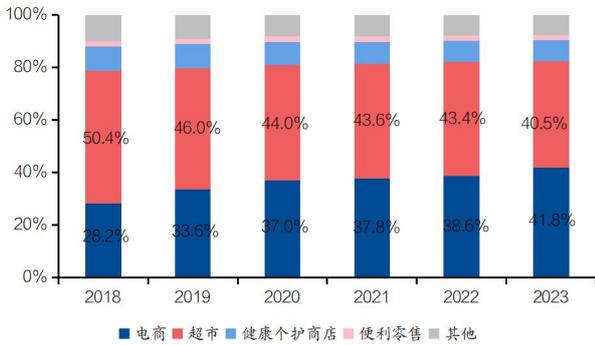


资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

(三) 渠道空间：线上渠道成为增长主推力，未来线上化空间大

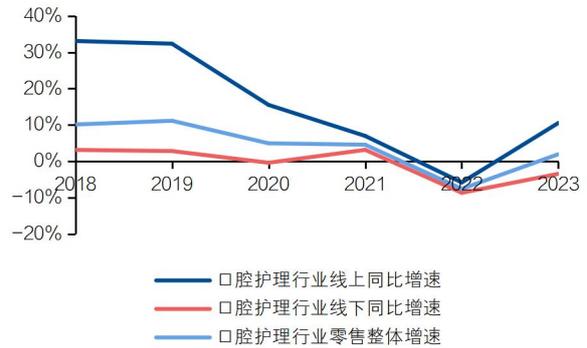
我国口腔护理行业线上渠道重要性逐年提升，已成为口腔护理行业全渠道增长的主要推动力。随着时代的发展，消费者购物习惯进一步追求便捷化和及时性，网购消费群体不断扩大。线上消费渠道加速成长，电商渠道的重要性逐年提升，2023 年口腔护理行业电商渠道销售占比 41.8%。虽然目前线下渠道仍为主要销售渠道，但近两年来整体线下零售规模呈现收窄趋势。线下渠道的销售占比从 2018 年的 71.8%，下降 13.6pct，到 2023 年 58.2%。除此之外，线上线下深度融合的新零售模式也逐渐受到品牌的关注。在移动互联网的迅速发展下，行业未来进一步线上化的空间较大。从增长的角度来看，线上渠道已经成为了口腔护理行业全渠道增长的主要推动力。2018-2023 年，口腔护理行业线上渠道零售规模同比增长率显著高于全渠道增长率。2023 年，线上渠道以 10.55% 的增速带动口腔护理行业全渠道增长

图 20、电商渠道占比逐年上升，2023 年达 41.8%



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

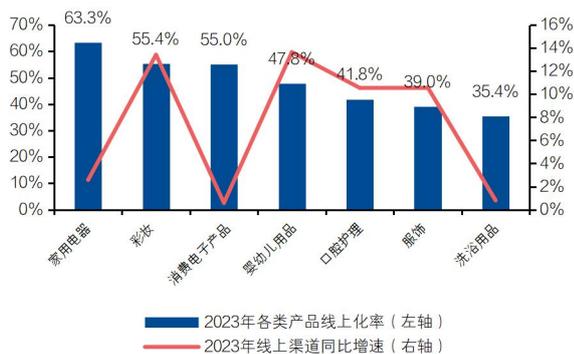
图 21、2018-2023 年线上渠道成为口腔护理行业增长主推力



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

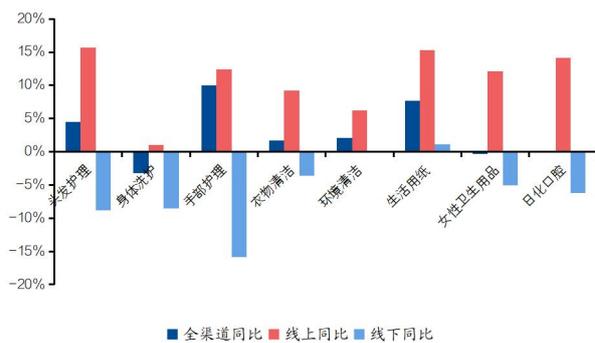
口腔护理产品线上增长潜力可观，线上化率提升空间大，线上渠道增速迅猛。欧睿数据显示，2023 年口腔护理类产品线上化率仅为 41.8%，相较排名第一家电产品线上化率落后 21.5pct，较排名第二的彩妆类落后 13.6pct。作为标准化产品，口腔护理产品进行线上销售的难度较低，口腔护理的线上化进程尚有广阔空间。从分渠道表现看，个护类细分品类如“头皮洗护”、“口腔护理”、“手部护理”、“女性卫生巾”，线上渠道2023年同比增速达 15.70%、14.10%、12.40%、12.10%，而线下均为负增长，线上渠道的快速增长成为个护行业增长主要推动力。

图 22、2023 年口腔护理行业相较其他行业线上化水平低，线上渠道增长较快



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

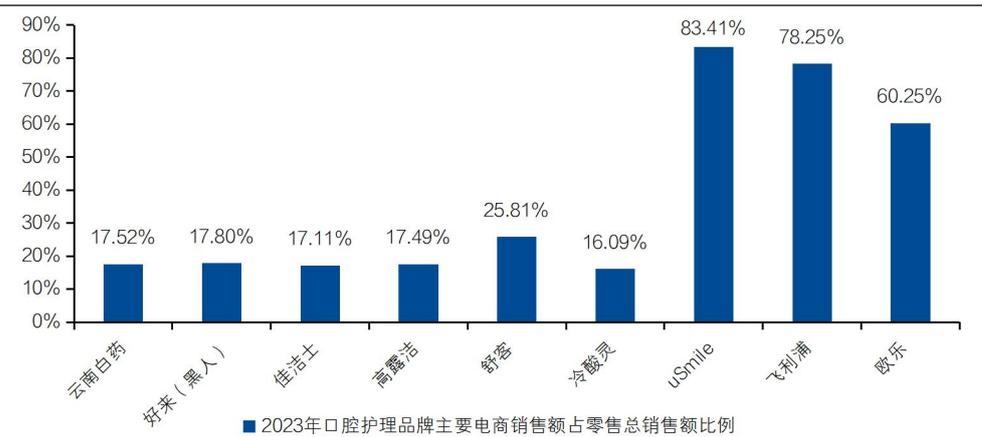
图 23、2023 年头皮洗护、口腔护理、手部护理、女性卫生用品线上增速远高于线下



资料来源：尼尔森 IQ 线上零售数据研究，兴业证券经济与金融研究院整理

从品牌角度看，行业内多数品牌线上化程度较低。口腔护理龙头品牌的线上化程度存在提升空间。数据表明 2023 年舒客（薇美姿）品牌市占率排名第五，其线上渠道收入占比为 25.81%，远高于其他市占率前五的品牌。此外，usmile、飞利浦、欧乐的线上化程度远高于其他非龙头品牌，主要因其主力产品电动牙刷更适宜线上销售。

图 24、2023 年口腔护理行业内部多数品牌线上零售占比存在提升空间



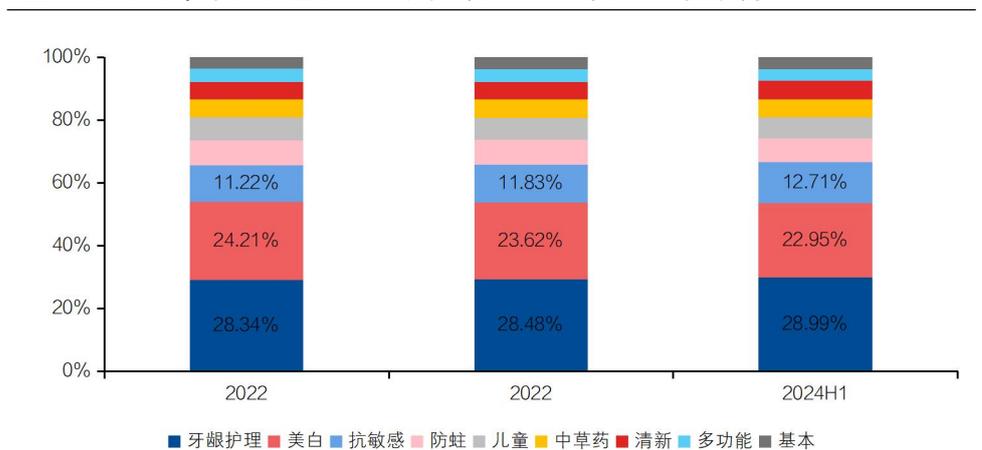
资料来源：欧睿数据，久谦数据，兴业证券经济与金融研究院整理

注：口腔护理品牌线上零售占比通过计算品牌线上销售额占品牌零售总销售额的比例得出，计算结果仅供参考，存在一定误差。其中，线上销售额为久谦渠道统计的品牌在天猫、京东、抖音平台的 GMV 数据，零售总销售额为欧睿数据统计的品牌零售总销售额。

(四) 供给：功效、品类、用户方面呈现新趋势

口腔护理行业产品功效日渐多元。消费者需求的产品基本功效维持稳定。尼尔森零售研究数据表明，牙龈护理、美白和抗敏感类仍是消费者购买的主要品类，2024 年 H1 线下市场份额占比分别为 28.99%、22.95%和 12.71%。多元细分的牙膏功效在逐步增长。2021-2023 年，牙龈护理、抗敏感、儿童和中草药等强功效、高溢价的功能品类持续提升。此外，《2023 口腔护理消费者洞察报告》表明，防蛀、牙釉质保护、正畸修复、清火等也逐渐被消费者青睐。

图 25、近几年牙龈护理、美白、抗敏感产品线下占比位于前三

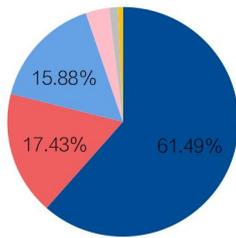


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

口腔护理行业产品品类多样化。2023 年我国口腔护理行业内，牙膏、牙刷（含电动牙刷）仍是行业主导品类。据欧睿数据统计，2023 年牙膏、手动牙刷、电动牙刷市场份额分别为 61.49%、17.

及消费者对产品品类需求日益多样化，细分产品品类更加丰富和多元化，新品类不断涌现。行业除牙膏、牙刷之外的口腔护理细分市场，如漱口水、牙线、牙增白剂、假牙护理等也得以快速发展。其中牙增白剂、漱口水、假牙护理、电动牙刷、牙线市场 2018-2023 年 CAGR 分别达到 17.55%、17.05%、12.85%、6.71%、5.20%，具有较强的增长潜力，口腔行业品类结构趋于多元和成熟。

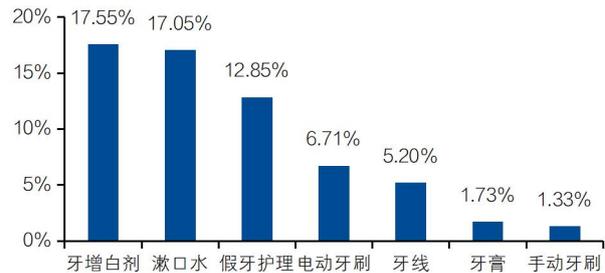
图 26、2023 年牙膏在口腔护理产品市场占比达 61.49%



■ 牙膏 ■ 手动牙刷 ■ 电动牙刷 ■ 漱口水 ■ 牙线 ■ 其他

资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、新兴品类发展迅速，牙增白剂 2018-2023 年 CAGR 达 17.55%

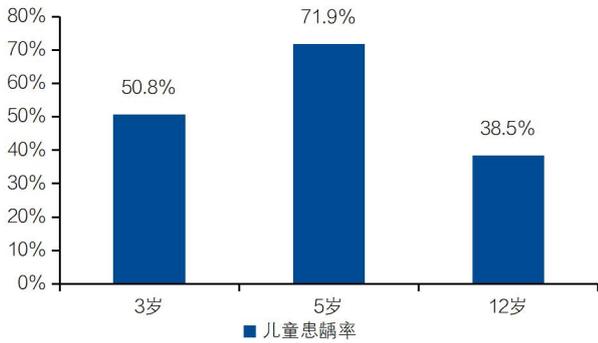


■ 细分产品市场2018-2023年CAGR

资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

儿童口腔护理市场规模持续扩张，预计 2025 年市场规模达 80 亿元。国家卫健委发布的第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示，3 岁组儿童患龋率达 50.8%，5 岁组儿童患龋率达 71.9%，12 岁组儿童患龋率达 38.5%，严重影响其身心健康。随着市场消费主力从 70 后逐渐转变为 90 后，新生代父母更加注重精细化育儿、科学育儿。除了关注孩子基本健康外，孩子的牙齿健康和美观近年来愈发受到重视，婴幼儿口腔护理赛道也因此受到更多的关注，市场规模迅速扩大。根据薇美姿招股说明书中引用的弗若斯特沙利文数据，2016 年我国儿童口腔护理市场规模仅为 29 亿元，到 2020 年市场规模已达 48 亿元，2016-2020 年 CAGR 高达 13.43%，呈现高速增长态势。未来随着年轻家庭对儿童口腔护理健康的认知和投入意愿提升，将进一步带动我国儿童口腔护理市场规模的扩张，预计到 2025 年全国儿童口腔护理市场规模将增长至 80 亿元，市场潜力不容小觑。

图 28、儿童龋齿问题严重，5 岁组儿童患龋率高达 71.9%



资料来源：消费日报官方平台公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、儿童口腔护理市场规模呈现上升趋势，预计 2025 年市场规模达 80 亿元



资料来源：薇美姿招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

三、公司增长逻辑：品类拓展&产品结构优化&渠道扩张，冷酸灵未来成长驱动力充足

(一) 拓展品类，搭建抗敏感+X 产品矩阵

双重抗敏感技术实现三代技术更迭，产品抗敏力不断升级。2003 年，冷酸灵推出使用“氯化锶+硝酸钾”双重抗敏感技术的抗敏牙膏，利用硝酸钾用于抑制疼痛并通过氯化锶修补暴露的牙本质小管达到强效抗敏的功能。2017 年，新增生物活性玻璃，通过再矿化手段深度修护敏感牙齿从而提升抗敏力。2024 年，基于双重抗敏基础上创新性添加羟基磷灰石，推出新“三重抗敏”技术，羟基磷灰石可以提高牙釉质的硬度促进牙齿再矿化，形成“硝酸钾+氯化锶+羟基磷灰石”的一重舒缓加双重修护的功效，再次实现抗敏力的升级。

图 30、公司抗敏感 3.0 技术矩阵



资料来源：招股说明书，天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

冷酸灵在“抗敏”“修复”功效上可替代舒适达，且更具性价比。在抗敏方面，冷酸灵专研抗敏牙膏采用锶盐、羟基磷灰石和硝酸钾三重抗敏成分，相较舒适达

劲速抗敏牙膏的锶盐单一成分，能更有效地舒缓疼痛并深度抗敏。尽管舒适达在基础活性剂和防蛀方面表现更好，但冷酸灵的价格优势明显，19.9元/100g的价格仅为舒适达39元/120g的六成。在修复方面，冷酸灵医研修复牙膏与舒适达专业修复牙膏均含有磷硅酸钠钙这一核心修复成分。冷酸灵在活性剂上采用椰油酰胺丙基甜菜碱，与舒适达的温和性相近，但冷酸灵的实际到手价44.9元/100g相较于舒适达52元/90g，展现出更高的性价比。

表 4、冷酸灵专研抗敏牙膏与舒适达劲速牙膏在成分上无显著区别（抗敏）

成分类别	品牌	成分	功效
抗敏成分	冷酸灵	羟基磷灰石	可以提高牙釉质的硬度，有助于牙齿再矿化
		硝酸钾	降低牙神经兴奋性，抑制神经对疼痛的传导
	舒适达	氯化锶	可对暴露的牙本质小管进行修补
		乙酸锶	可对暴露的牙本质小管进行修补
防蛀成分	冷酸灵	-	-
	舒适达	0.1%氟化钠	抵御酸性物质侵蚀，防蛀牙
摩擦剂	冷酸灵	水合硅石	温和的摩擦剂，可清除牙齿表面牙菌斑
	舒适达	水合硅石	温和的摩擦剂，可清除牙齿表面牙菌斑
表面活性剂	冷酸灵	月桂醇硫酸酯钠	润湿、发泡、去垢 月桂醇硫酸酯钠 SLS 对口腔黏膜刺激较大
	舒适达	甲基椰油酰基牛磺酸钠	润湿、发泡、去垢 甲基椰油酰基牛磺酸钠
		牛磺酸钠	相对温和，刺激性较小

资料来源：天猫，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、冷酸灵医研抗敏专效修复牙膏与舒适达专业修复牙膏修复成分一致（修复）

成分类别	品牌	成分	功效
修复成分	冷酸灵	磷硅酸钠钙	磷硅酸钠钙可促进牙齿再矿化，在牙齿表面形成新的牙釉质保护层，修复早期损伤牙釉质
	舒适达	磷硅酸钠钙	
防蛀成分	冷酸灵	-	-
	舒适达	0.145%氟化钠	抵御酸性物质侵蚀，防蛀牙
摩擦剂	冷酸灵	水合硅石	温和的摩擦剂，可清除牙齿表面牙菌斑
	舒适达	水合硅石	温和的摩擦剂，可清除牙齿表面牙菌斑
表面活性剂	冷酸灵	月桂醇硫酸酯钠	润湿、发泡、去垢月桂醇硫酸酯钠 SLS 对口腔黏膜刺激较大
	舒适达	椰油酰胺丙基甜菜碱	椰油酰胺丙基甜菜碱相对温和，刺激性较小

资料来源：天猫，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

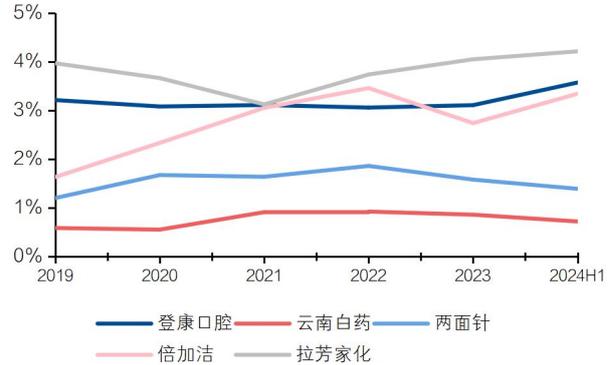
在研发上登康口腔坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的科技创新机制，随着规模的增长，公司研发费用逐年增长，研发费用率保持在3%左右。随着消费品行业市场竞争加剧，研发对于企业提升产品竞争力愈加重要，公司研发费用率高于可比公司的均值。

图 31、2019-2024 前三季度公司研发费用率保持在 3%以上，2024 前三季度提升明显



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、2019-2024H1 公司研发费用率处于行业前列



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

冷酸灵围绕抗敏感，持续推高卖新，积极拓展产品品类，搭建抗敏感+X 产品矩阵。公司在抗敏感牙膏赛道处于绝对龙头，具有 60%左右市占率，“抗敏感”标签已深入人心。在巩固核心产品的基础上，公司积极推出具有抗敏修复功效的医研专效系列牙膏、亮齿美白的极地白牙膏等，以实现产品功效多样化，满足不同消费群体的细分需求。同时，公司通过创新渠道布局和线下推广联动，强化品牌触达能力，以新产品驱动高毛利增长。此外，抗敏美白牙贴等产品也在储备中。

表 6、冷酸灵积极拓展品类，搭建抗敏感+X 产品矩阵

抗敏感+X	产品名称	产品图示	功效	价格
抗敏感+修护	医研专效修护牙膏		修复牙齿受损、缓解牙齿疼痛，解决牙齿敏感问题	44.9 元/100g
抗敏感+美白	极地白牙膏		抗敏感，去除牙齿外源性色渍，美白牙齿	19.97 元/130g
抗敏感+清火	清火益齿牙膏		草本清火，清新口气，缓解牙齿敏感	12.45 元/120g
抗敏感+防龋	抗糖防龋牙膏		阻隔糖酸，防蛀健齿，抑制牙齿脱矿	22.45 元/140g
抗敏感+清新口气	抗敏益生菌清新牙膏		添加益生菌清新口气，缓解牙齿敏感，温和清洁口腔	22.45 元/140g

资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

冷酸灵除品类多样化外，还积极推进包装形式创新，研发出泵式牙膏，满足消费者猎奇心理。为了迎合当前产品高端化和年轻化的需求，冷酸灵推出新式泵头牙膏。冷酸灵独特的泵式设计能够有效控制每次释放的牙膏量，避免浪费，并防止传统挤压式牙膏的残留导致的污染问题。此外冷酸灵还在泵式牙膏中添加薄荷醇冰爽粒子，提升用户体验。

图 33、冷酸灵泵式牙膏操作及泵式牙膏系列

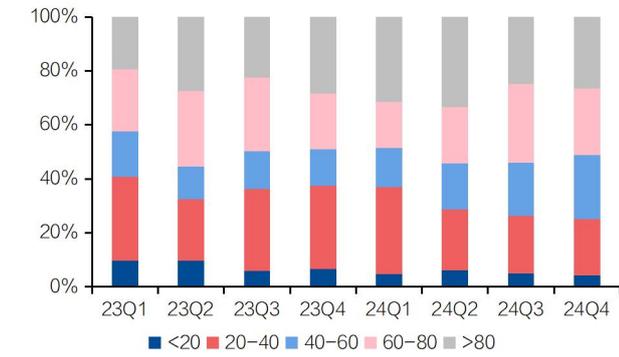


资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）提单价，产品升级后依然极具性价比优势

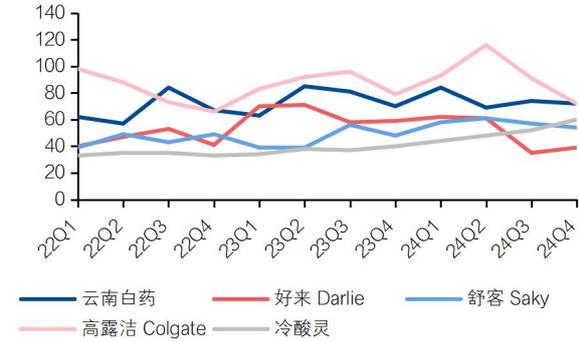
冷酸灵通过功效迭代升级与产品形式创新向高端化升级，价格上调后与其他品牌相比依旧极具显著性价比优势。在牙膏普遍高端化趋势下，消费者对高品质、高附加值口腔护理产品的需求提升，低价牙膏的生存空间逐渐被挤占。冷酸灵紧抓消费升级趋势，推出多款功效牙膏，逐步提高产品单价，同时保持价格亲民。与云南白药等本土品牌和舒适达等外资品牌相比，其低中高端产品价格均更具竞争力，契合疫情后消费者务实需求，功效强，性价比优势尤为突出。冷酸灵在抖音渠道 2024Q4 均价为 60 元，相比 2023Q4 均价 40 元，同比+50%，提价后，冷酸灵的 2024Q4 均价仍低于云南白药、高露洁，以上两品牌均为冷酸灵均价的 1.2 倍，且冷酸灵在抖音渠道大多采用套盒销售方式，拉高均价，这进一步体现了冷酸灵在市场中显著的性价比优势。

图 34、冷酸灵抖音渠道 40-80 价格段占比不断提升



数据来源：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、抖音渠道各品牌均价：推高推新后，冷酸灵较其他高端品牌仍具备价格优势（单位：元）



数据来源：久谦，兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、冷酸灵品牌价格相对亲民，具有显著性价比优势

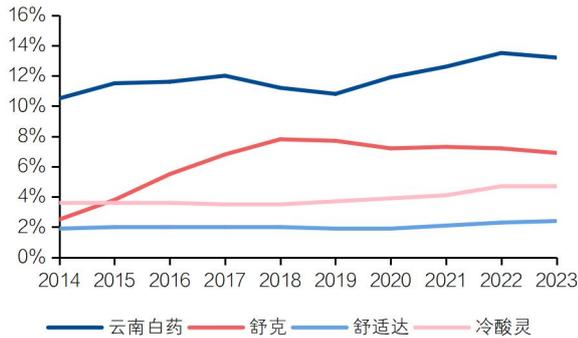
价格区间（元）	冷酸灵			云南白药			舒适达		
	低端产品	中端产品	高端产品	低端产品	中端产品	高端产品	低端产品	中端产品	高端产品
10-15	基础清火牙膏 13.3 元 /120g								
15-20		极地白牙膏 19.97 元 /130g							
25-30				经典薄荷牙膏 29.5 元 /150g			牙龈护理牙膏 29.9 元 /100g		
40-45			医研修护牙膏 44.9 元 /100g						
45-50				双效抗敏牙膏 49 元 /110g					
50-55							专业修复牙膏 52 元 /100g		
85-90						活性肽牙膏 89 元 /120g			
105-110								美白抗敏牙膏 109 元 /100g	
平均单价	0.22 元/g			0.44 元/g			0.64 元/g		

资料来源：天猫，兴业证券经济与金融研究院整理

性价比优势可助力冷酸灵内外资全面抢占市场份额。从整体牙膏市场品牌市占率来看：2023 年本土前三牙膏品牌云南白药、舒客、冷酸灵市占率分别为 13.20%、6.90%、4.7%。而冷酸灵在保持强产品力的同时，性价比优势突出。舒适达作为抗敏感知名品牌，定价为冷酸灵的 2-3 倍左右，可抢占空间较大。冷酸灵在抗敏

感细分中占据领导地位,2024年H1在敏感细分领域线下零售额市场份额62.92%，在当前性价比消费&线下渠道回暖背景下，冷酸灵作为抗敏感领域线下市占率第一品牌，具有性价比+渠道回暖双重优势，有望在当前竞争环境中抢占更多市场份额。

图 36、冷酸灵凭借性价比优势，有望在国货市场中占领更多份额



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整

图 37、近几年抗敏感细分领域线下市场销售份额变化趋势图（%）



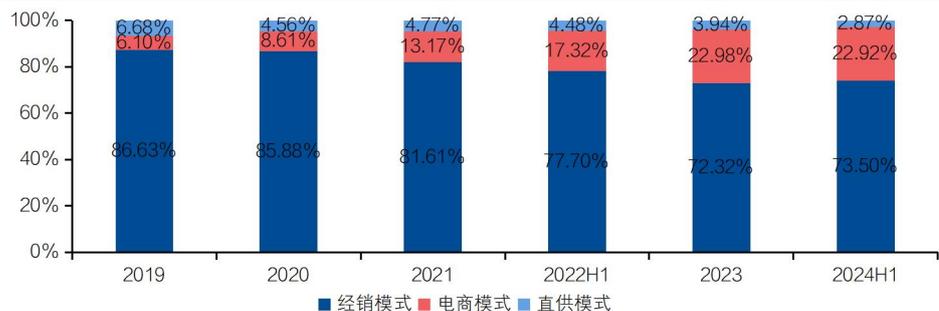
资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2022年-2024年H1的其他系列含舒适达及云南白药

（三）线上化空间大，线下份额稳定，盈利能力持续优化

公司销售模式以线下经销为主，线上渠道占比快速提升。公司当前产品销售模式以传统线下“经销+直销”模式为主，2019-2023年及2024年H1，线下占主营业务收入比例均在75%以上，线下渠道发展较为稳定；同时，公司顺应电商渠道的发展趋势，布局天猫超市、京东自营等渠道，并通过进驻抖音、快手等新平台实现电商渠道的快速拓展，电商模式营收占比从2019年的6.10%提升至2024年H1的22.92%，增长17pct，电商渠道增速高于其他渠道，预计未来线上占比仍有较大提升空间。

图 38、公司按渠道划分收入，经销主导，电商渠道占比上升，2024H1 达 22.92%

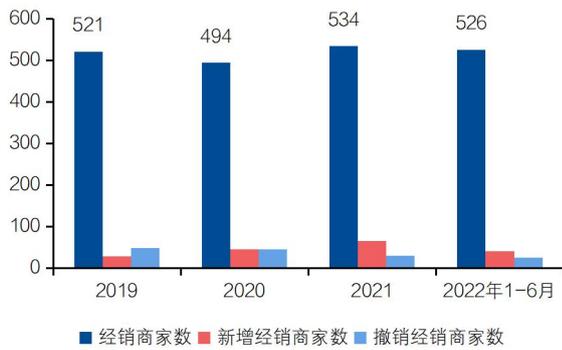


数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：由于2022年报未披露，采用22H1数据

公司线下渠道壁垒深厚，且竞争格局改善，贡献稳定收入。登康口腔的线下渠道壁垒深厚，覆盖 500 多家经销商，为公司贡献了稳定的收入。公司线下主要通过经销模式覆盖，拥有全面覆盖的销售网络体系，通过分布在全国的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖。在外资品牌在中国市场经营表现不佳的背景下，登康口腔凭借其线下渠道优势，实现了市占率和销售额的双重提升，竞争格局持续优化。2019-2022H1 合作经销商数量稳定在 500 家左右，至 2022H1 达到 526 家，且 2021、2022H1 新增经销商数量显著大于撤销经销商数量，公司通过新增经销商的方式拓宽市场覆盖的深度和广度。2019-2022H1 持续贡献收入的经销商 344 家，贡献收入占比维持在 60% 以上。通过经销模式公司在线下树立深厚壁垒。

图 39、2019-2022H1 公司合作经销商数量维持在 500 家左右



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

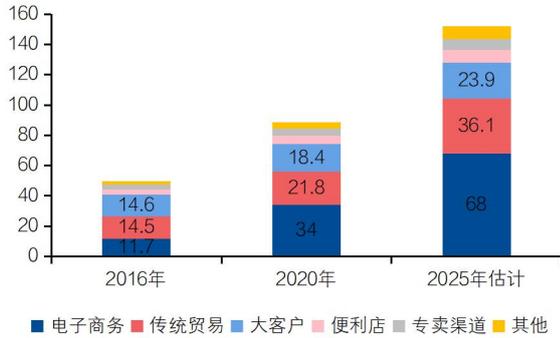
图 40、2019-2022H1 持续贡献收入的经销商贡献 60%+，公司经销收入稳增



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

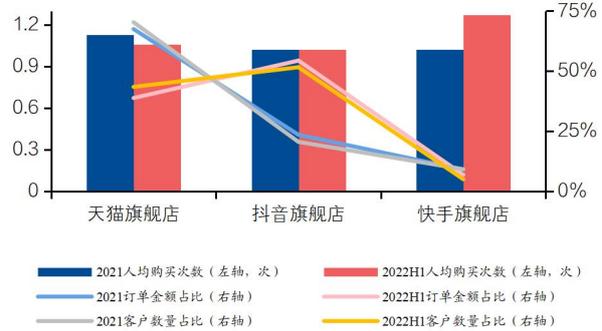
紧抓渠道红利，线上推高卖新，快速增长，线下成功承接，进而推动线下市占率提升，优化公司盈利水平，进一步巩固品牌竞争力。我国口腔护理行业渠道以线下为主，线上渠道占比快速提升。随着互联网经济的快速发展，预计至 2025 年，电商渠道占比有望达到 44.68%，传统贸易占比预计降至 23.72%。2024 上半年公司线上销售占 2 成，以成人牙膏为主要品类，积极布局抖音等新兴线上平台，拓渠道，线下渠道保持稳定微增长。过去公司销售以经销为主，经销贡献约 80% 左右的收入，近年线上渠道快速增长，自 2021 年成立以来，抖音旗舰店表现亮眼，其订单金额占线上主要平台的比例于 2022H1 均突破 50%，反超天猫。快手人均购买次数在 2022H1 上升至 1.27 次/人，用户粘性较高。线上销售额占比也从 2019 年的 6.1% 提升至 2024 年 H1 的 22.92%。2024 年上半年，公司在电商渠道的营收达到了 1.61 亿元，同比增长 28.5%。冷酸灵 2024 年在抖音渠道销售额达 3.11 亿元，同比增长 150.58%，远超其他头部品牌及化妆品品牌。

图 41、中国按口腔护理市场渠道划分的零售额中，电商渠道增速第一，预计到 2025 年接近 700 亿元（单位：十亿元）



资料来源：薇美姿招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、2021-2022H1 公司电商布局中，抖音快手起势



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、冷酸灵 2024 年抖音渠道 GMV 同比+150.58%，显著高于主要竞争品牌

	牙膏品牌		化妆品品牌		
	2024 年 GMV (单位: 亿元)	YOY	2024 年 GMV (单位: 亿元)	YOY	
参半	8.73	612.92%	雅诗兰黛	25.75	41.45%
俊小白	3.98	261.20%	欧莱雅	35.26	33.32%
云南白药	3.76	25.62%	修丽可	7.32	108.04%
好来	3.32	8.69%	理肤泉	4.1	34.43%
冷酸灵	3.11	150.58%	兰蔻	20.7	28.93%
舒客	3.06	71.21%	娇兰	5.64	27.21%
高露洁	2.49	42.40%	珀莱雅	37.66	72.65%
波普专研	1.2	104.47%	彩棠	6.28	5.65%
舒适达	0.92	94.64%	薇诺娜	11.02	38.60%
佳洁士	0.63	-6.93%	丸美	13.85	87.81%
狮王	0.19	-13.30%	可复美	18.58	115.50%
纳爱斯	0.17	263.74%	韩束	71.86	116.32%

数据来源：蝉妈妈，兴业证券经济与金融研究院整理

公司数字化营销抢占年轻消费者心智，为线上渠道赋能。近几年来公司线上营销持续发力提升品牌曝光度，通过数字化内容平台的深耕运营，不断刷新品牌年轻化的全域认知。2021 年，公司新签 95 后流量明星吴磊作为代言人，积极迎合 Z 世代喜好，同年冷酸灵合作腾格尔在 b 站推出《天堂》新 MV；2023 年，冷酸灵独家冠名《“四海同春”2023 全球华侨华人春节大联欢》。同时，冷酸灵还推出一系列短片来提升品牌线上曝光度，如贝乐乐推出创意儿童纸偶剧《牙齿宇宙大冒险》，新春短片《角儿》，以及冷酸灵与濮存昕合作拍摄新年限定影片《幸福年年》等。与此同时，公司在线下营销方面也拥有坚实的基础。通过线下渠道的

深入布局，公司已经建立了强大的市场影响力。线下营销活动与数字化营销策略相结合，形成了线上线下一体化的营销体系，为消费者提供了全方位的品牌体验。

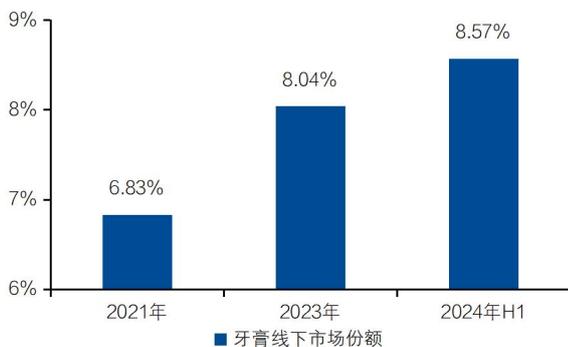
图 43、冷酸灵新签代言人吴磊，天猫等渠道品牌焕新，冠名 2023 华人春晚以及推出系列影片



资料来源：天猫，冷酸灵公众号、视频号，央视网，兴业证券经济与金融研究院整理

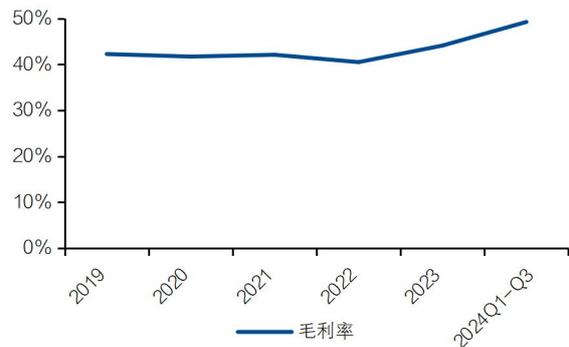
夯实线下基本盘，积极拓展线上渠道，公司成功实现线下承接，推动线下市占率提升，公司盈利水平持续改善。通过形成高效协同发展的多渠道运作模式，线上渠道快速增长，这一策略又有力地赋能线下市场，线上种草，推高品牌调性，线下承接，提升客单价，公司的线下市占率同步显著提升，特别是在口腔护理领域，2024H1 登康口腔的牙膏产品在零售额市场份额中达到 8.57%，相比 2023 年提高 0.53pct，行业排名升至第三、本土品牌第二。此外，由于线下推广布局较少，盈利水平将随着产品结构优化，进一步提升，该线上到线下的良性互动推动了公司盈利水平持续提升，2024Q1-Q3 销售毛利率达到 49.25%，同比+5.07pct，单 Q3 销售毛利率达 53.92%，同比+7.04pct，环比+8.56pct。

图 44、2024H1 登康在牙膏行业线下销售额占比相比 2023 年增加 0.53PCT，行业排名升至第三



数据来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 45、公司毛利率持续提升，2024 前三季度销售毛利率达到 49.25%



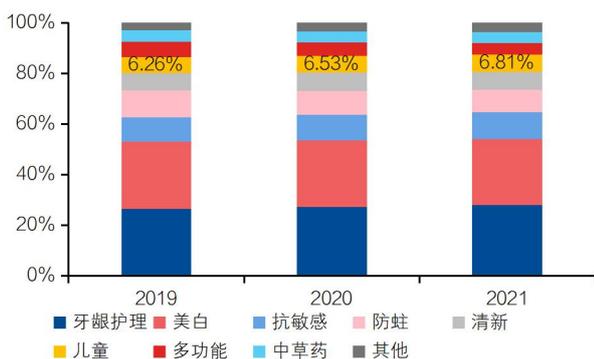
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

（四）积极布局新兴口腔护理品类，为公司后续成长提供动能

口腔大健康产业蓬勃发展，公司逐步完善新兴口腔护理品类。当前口腔清洁护理用品行业正在向高端化、细分化发展。面对市场导向，公司积极布局儿童基础口腔护理、电动口腔护理、口腔医疗与美容等系列产品，通过加速产品迭代优化，打造高端、高附加值产品新矩阵，实现新圈层的突破。未来公司有望凭借“冷酸灵医研”高端系列及“贝乐乐”、“萌芽”等高端品牌销售占比提升推动产品结构升级，而电动牙刷、漱口水、牙线棒、脱敏剂等高速增长的分品类，后续有望成为第二增长曲线。

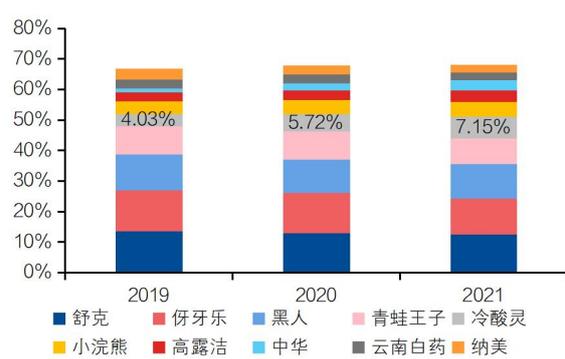
儿童口腔市场增长明显，公司有效抓住市场契机，积极研发和推广儿童口腔清洁护理业务。当前儿童牙膏市场日益受到消费者关注，2019-2021年，儿童牙膏市场占比从6.26%提升到6.81%。在2019年至2021年间，美白类牙膏市场份额持续萎缩，牙龈护理、抗敏感和儿童等强功效、高溢价的功能品类持续提升。登康积极迎合市场趋势，于2014年推出“贝乐乐”儿童护理品牌，获得良好销售业绩。2021年，“贝乐乐”儿童牙膏、牙刷零售额相比2020年分别增长了27.54%、65.56%，增速行业领先。2021年公司儿童牙膏线下零售市场份额为7.15%，行业排名第五；儿童牙刷线下零售市场份额为5.66%，行业排名第三，展现出公司儿童品类强劲的发展潜力和市场竞争能力。

图 46、2019-2021 年我国功效牙膏线下产品结构：儿童牙膏市场增速明显



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、2019-2021 年线下儿童牙膏前十品牌销售占比：登康儿童品类增速行业领先

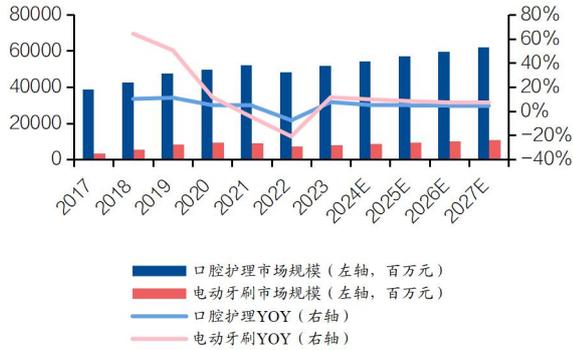


资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

面对口腔护理智能化趋势，公司积极拓展电动产品新赛道。我国口腔清洁护理用品在智能化发展上呈现出良好的成长潜力。我国电动牙刷市场规模在 2024 年-2027 年预计实现复合增长率 7.44%，2027 年预计市场规模可达 108.19 亿元。公司积极投入并着力发展电动口腔护理产品市场，先后推出“登康”“冷酸灵”“贝乐乐”电动牙刷及冲牙器等电动口腔产品，2019-2023 年，公司电动牙刷的

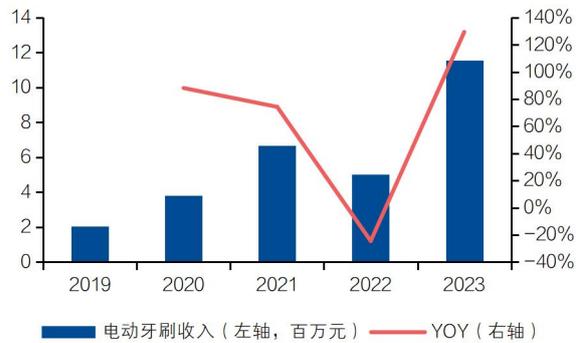
销售收入年复合增长率为 54.40%，未来公司将继续重点布局一系列电动口腔护理品类。

图 48、预计 2024-2027 年电动牙刷市场规模同比增速跑赢市场整体



资料来源：欧睿数据，兴业证券经济与金融研究院整理

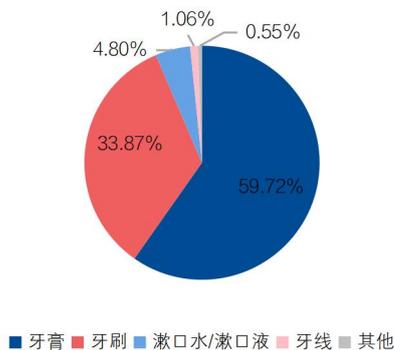
图 49、公司积极发展智能口腔护理产品，2019-2023 年电动牙刷增速超 80%



资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

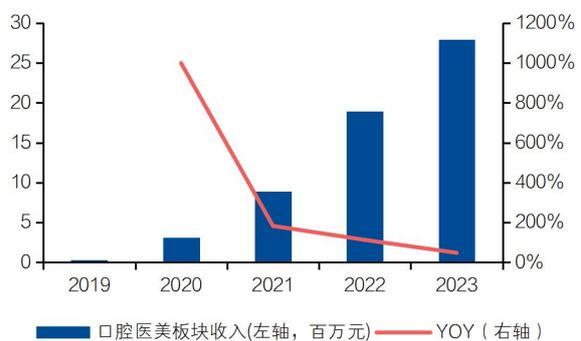
近年来口腔美容市场前景广阔，公司积极布局抢占赛道。在产品消费结构上，漱口水、牙线等口腔医疗美容细分品类占我国口腔清洁护理用品行业市场规模的比重为 4.80% 和 1.06%，空间极其广阔。公司逐步丰富了口腔医疗与美容护理板块，品类增速亮眼，该板块 2023 年收入为 0.28 亿元，2019-2023 年复合增长率为 214.08%。当前此板块主要为漱口水、消字号口腔抑菌膏与口腔抑菌护理液、械字号牙齿脱敏剂等产品，同时，公司逐步丰富了牙线棒、正畸牙刷、正畸保持器清洁片等细分子品类，为全面进入口腔大健康产业奠定坚实基础。

图 50、口腔市场中漱口水、牙线等口腔医疗美容品类占比均小于 5%，潜力巨大（2021 年）



资料来源：招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

图 51、公司口腔美容与护理产品销额迅猛增长，2019-2023 年复合增长率为 214.08%



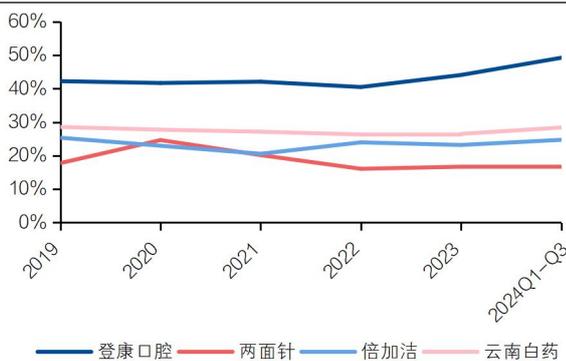
资料来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

四、财务：营业收入持续增长，盈利能力维持较高水平

（一）盈利能力行业内突出，最大板块成人口腔护理贡献较大

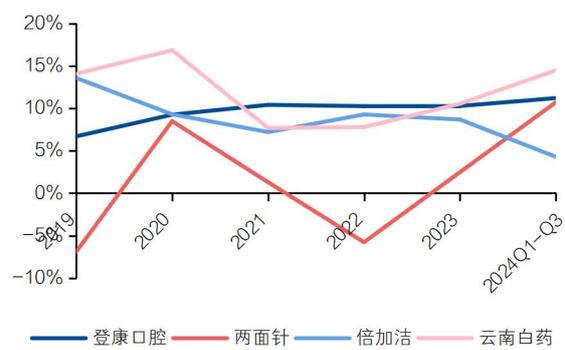
2019-2024 前三季度公司销售毛利率显著高于同比公司，净利率呈现提升态势。公司自 2019 年以来，销售毛利率一直保持在 40% 以上。2024 前三季度归母净利润同比+9.54%。2024 前三季度/Q3 毛利率达 49.25%/53.92%，分别同比+5.07pct /+7.04pct。这得益于产品功效的显著提升，带动了产品价格的合理上涨，即便在提价之后，公司产品相较于行业内定价较高的舒适达和云南白药，依然保持了价格优势，线上推高卖新、线下壁垒深厚，高毛利大单品占比提升，产品结构优化，盈利能力提升持续兑现。

图 52、2019-2024 前三季度公司销售毛利率显著高于同比公司



资料来源：招股说明书，公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、2019-2024 前三季度公司销售净利率呈现提升态势



资料来源：招股说明书，公司公告，iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）业务发展引起公司期间费用率小幅上升，广告宣传费增长明显

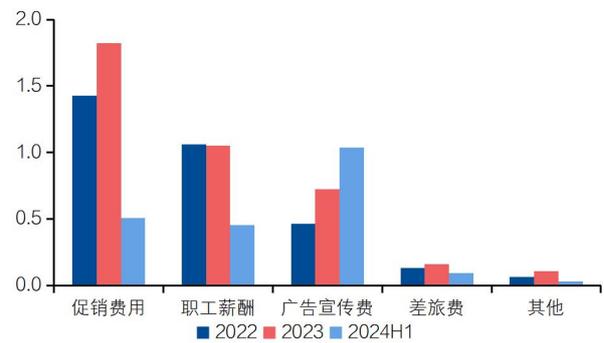
2024 年前三季度，公司期间费用率较 2023 年全年上升 2.98pct，主要由于销售费用中的广告宣传费增加。2019 至 2022 年，期间费用率逐年下降，但 2023 至 2024 年前三季度回升至 34.70%。具体来看，管理、研发和财务费用率变化不大，而销售费用率从 2023 年的 28.08% 增长至 31.28%。销售费用的增长主要体现在广告宣传费上，2024 年 H1 较上年增加 0.31 亿元。这一增长源于公司在整合营销上的持续投入，通过代言人提升品牌曝光度，并积极拓展兴趣电商和私域电商等新兴平台，增加电商渠道投入。这些战略性支出有助于提升品牌影响力，为未来市场扩张打下基础。

图 54、公司 2024 前三季度销售费用率上升带动期间费用率提升至 34.70%



资料来源：招股说明书，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、2024 上半年公司广告宣传费增长较多，超出 2023 年全年 0.31 亿元（单位：亿元）

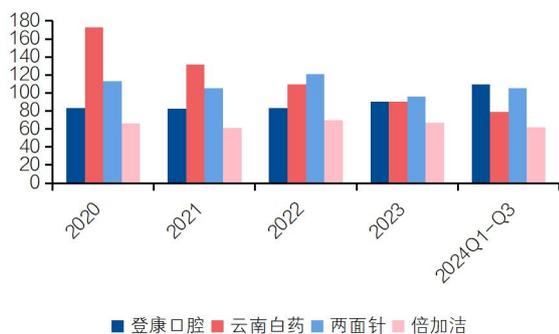


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）经营效率较高，存货周转较缓但应收账款周转迅速

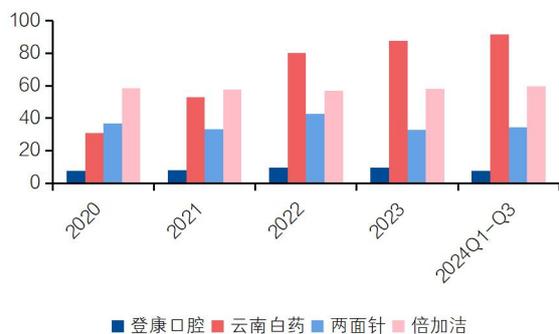
经营效率方面，公司存货周转天数较长，但应收账款周转天数相较可比公司周期较短。2020-2022 年公司存货周转天数一直维持在 83 天左右，但 2024 前三季度，公司存货周转天数显著增加，较上年增加 18.99 天。与可比公司相比，公司存货周转天数较长，原因主要有两个方面：首先，为了确保市场供给和客户需求，公司可能会适度增加库存备货，以应对市场的不确定性；其次，随着业务的快速扩张，收入持续增长，公司的存货规模也随之提升，从而推高了存货周转天数。相比之下，公司的应收账款周转天数表现优异，一直保持在 10 天以内，而可比公司基本都是在 30 天以上，主要得益于公司先款后货的经营模式，使得应收账款余额较少，回收迅速。

图 56、登康口腔存货周转天数相比可比公司较长，2024 年前三季度周转天数增加明显



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 57、2020-2024 前三季度登康口腔应收账款周转天数相比可比公司周转较短



资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测与投资建议

成人牙膏：抗敏感赛道绝对龙头，未来的增长主要靠渠道的发力，目前线上占比仅有2成，预计公司成人牙膏业务24-26年销量端增速分别为2.0%/10.0%/9.0%，产品升级，销售均价分别提升3%/3%/2%；

成人牙刷：公司对成人牙刷产品进行全新升级及品牌视觉焕新，加速产品迭代并推动，产品结构优化升级，推动公司成人牙刷业务销量端快速增长。预计成人牙刷业务24-26年销量增速分别为2%/6%/5%，销售均价增速分别为2%/1.5%/1.3%；

儿童牙膏：儿童口腔护理产品从渗透率角度看仍有提升空间。公司持续加大儿童系列产品的创新和投入，加大“贝乐乐”儿童牙膏品牌的整合传播、线上线下渠道分销覆盖及终端促销推广活动。预计24-26年销量增速分别为18%/20%/18%，均价增速为0.5%/0.5%/0.5%；

儿童牙刷：儿童牙刷产品销量端随儿童牙膏产品快速增长，预计24-26年儿童牙刷销量增速为20%/15%/10%，销售均价增速为1.5%/1.0%/0.8%；

电动牙刷：重视对如电动牙刷的口腔护理新兴品类布局，预计24-26年公司电动牙刷业务销量增速分别为20%/18%/15%，销售均价增速为20%/15%/10%；

口腔医疗美容：公司口腔医疗与美容护理产品主要为漱口水、消字号口腔菌膏、口腔抑菌护理液、械字号牙齿脱敏剂等产品，预计24-26年公司口腔医疗与美容护理产品销售收入增速分别为45%/42%/38%。

投资建议：主打质价比，紧抓渠道红利，线上渠道推高卖新，产品结构优化，线下稳定增长，公司盈利能力持续提升。冷酸灵品牌已取得成熟的品牌心智，公司通过拓展线上渠道扩新品类，主打质价比路线。我们预计2024-2026年公司实现归母净利润1.64/1.98/2.28亿元，同比增长16.0%/20.6%/15.3%，EPS分别为0.95/1.15/1.32元，对应1月21日收盘价PE分别为38.1/31.6/27.4x，维持“增持”评级。

表 9、公司盈利预测假设

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
成人牙膏	营业收入	1073.96	1128.31	1278.37	1421.29
	YOY	2.00%	5.06%	13.30%	11.18%
	毛利率	44.99%	50.99%	52.49%	53.49%
成人牙刷	营业收入	155.50	161.78	174.06	185.14
	YOY	14.75%	4.04%	7.59%	6.36%
	毛利率	33.97%	34.97%	35.77%	36.27%
儿童牙膏	营业收入	72.55	86.03	103.76	123.04
	YOY	0.62%	18.59%	20.60%	18.59%
	毛利率	54.06%	54.86%	55.36%	55.86%
儿童牙刷	营业收入	32.08	39.07	45.38	50.32
	YOY	20.79%	21.80%	16.15%	10.88%
	毛利率	42.46%	42.66%	42.76%	42.86%
电动牙刷	营业收入	11.55	16.63	22.56	28.54
	YOY	129.48%	44.00%	35.70%	26.50%
	毛利率	45.69%	46.19%	46.49%	46.69%
口腔医疗与美容 护理等产品	营业收入	27.94	40.51	57.52	79.38
	YOY	47.59%	45.00%	42.00%	38.00%
	毛利率	40.11%	41.11%	41.71%	42.01%
其他业务	营业收入	2.22	2.44	2.63	2.76
	YOY	-1.92%	10.00%	8.00%	5.00%
	毛利率	68.35%	58.00%	58.00%	58.00%

数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2024-2026 年为预测数据

表 10、可比公司估值一览（估值日期 2025-1-21）

代码	公司	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
603193	润本股份	104.39	0.56	0.83	1.07	1.36	46.2	31.1	24.1	19.0	5.3
603605	珀莱雅	334.91	3.01	3.93	4.78	5.72	28.1	21.5	17.7	14.8	7.0
603983	丸美生物	134.13	0.65	0.90	1.17	1.40	51.7	37.2	28.6	23.9	4.1
600223	福瑞达	71.36	0.30	0.28	0.32	0.37	23.5	25.1	21.9	19.0	1.8
003010	*若羽臣	47.44	0.33	0.63	0.86	1.14	87.4	46.1	33.7	25.3	4.9
003006	*百亚股份	102.87	0.55	0.76	0.98	1.25	43.2	31.7	24.4	19.1	7.4
001328	登康口腔	62.46	0.82	0.95	1.15	1.32	44.2	38.1	31.6	27.4	4.4

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：*表示 EPS 预测为 wind 一致预期

六、风险提示

新品推广不达预期风险：产品推广投入大、新品需求存在不确定性等；

渠道建设不达预期风险：渠道拓展可能面临多方面阻力，资源投入不足、市场反应滞后、线上渠道竞争加剧等；

市场竞争风险：若竞争加剧，对公司市占率、利润率均存在一定影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1584	1549	1524	1570
货币资金	534	475	413	427
交易性金融资产	794	814	824	829
应收票据及应收账款	45	51	59	66
预付款项	9	9	10	11
存货	189	184	203	221
其他	12	15	15	16
非流动资产	285	367	401	415
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	182	208	238	266
在建工程	16	23	15	1
无形资产	16	16	15	15
商誉	0	0	0	0
其他	71	120	132	132
资产总计	1869	1915	1925	1985
流动负债	395	420	388	400
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	150	151	168	185
其他	245	269	221	216
非流动负债	68	57	57	57
长期借款	0	0	0	0
其他	68	57	57	57
负债合计	464	476	445	457
股本	172	172	172	172
未分配利润	160	169	181	194
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1405	1439	1480	1528
负债及权益合计	1869	1915	1925	1985

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	141	164	198	228
折旧和摊销	13	38	44	51
营运资金的变动	9	17	-61	-18
经营活动产生现金流量	151	194	160	241
资本支出	-44	-71	-66	-65
长期投资	-670	-69	-23	-5
投资活动产生现金流量	-717	-112	-66	-47
债权融资	0	-4	0	0
股权融资	841	0	0	0
融资活动产生现金流量	725	-141	-157	-180
现金净变动	160	-59	-62	13

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1376	1475	1684	1890
营业成本	769	753	838	924
税金及附加	9	10	12	13
销售费用	386	463	539	614
管理费用	67	62	71	78
研发费用	43	52	57	64
财务费用	-17	-16	-19	-21
投资收益	2	23	23	23
公允价值变动收益	11	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0
资产减值损失	-3	-4	-3	-3
营业利润	147	186	225	259
营业外收支	13	0	0	0
利润总额	161	186	225	259
所得税	20	23	27	31
净利润	141	164	198	228
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	164	198	228
EPS(元)	0.82	0.95	1.15	1.32

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业总收入增长率	4.8%	7.2%	14.2%	12.2%
营业利润增长率	1.8%	26.5%	20.6%	15.3%
归母净利润增长率	5.0%	16.0%	20.6%	15.3%
盈利能力				
毛利率	44.1%	48.9%	50.2%	51.1%
归母净利率	10.3%	11.1%	11.7%	12.1%
ROE	10.1%	11.4%	13.3%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	24.8%	24.9%	23.1%	23.0%
流动比率	4.01	3.69	3.93	3.92
速动比率	3.48	3.20	3.35	3.31
营运能力				
资产周转率	95.3%	77.9%	87.7%	96.7%
每股资料(元)				
每股收益	0.82	0.95	1.15	1.32
每股经营现金	0.88	1.13	0.93	1.40
估值比率(倍)				
PE	44.2	38.1	31.6	27.4
PB	4.4	4.3	4.2	4.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn	邮箱： research@xyq.com.cn