

登康口腔(001328)

报告日期: 2025年03月17日

乘格局松动之机崛起, 借单品红利之风起航

——登康口腔深度报告

投资要点

□ 牙膏行业偏成熟存量市场, 口腔健康产业链前景广阔

我国口腔护理行业规模近 500 亿元, 其中牙膏约 300 亿元, 占我国口腔护理行业比例约 61.5%, 为最主要品类。从量价两端看, 人均消费量和人均消费均价较海外发达国家均仍有差距。2023 年我国人均口腔护理产品消费量约 3.9 件, 仅略高于全球平均水平。相较美国、韩国、日本、英法、澳大利亚等发达国家市场均仍有明显差距。消费均价仅约 4.9 美元, 低于全球平均水平 6.7 美元。同时新兴品类如牙线、洗牙洁牙、牙齿美白等未来潜力大。

□ 牙膏行业线下渠道居主流, 预计未来仍为基本盘

近年来行业线上化率持续提升, 根据尼尔森数据, 2019-2023 年我国牙膏行业线上化率由 16% 提升至 27%, 但线下渠道仍为主流。同时对标美国、日本等成熟市场并结合牙膏消费频次低不利于囤货、单价偏低等特点, 预计未来线下渠道仍为牙膏行业基本盘。从增速表现上看, 近年来线上渠道增速持续快于线下, 占比也在逐步提升, 尤其是内容电商已成为品牌增长的重要驱动力。因此我们认为牙膏品牌夯实线下基本盘, 开拓线上增量盘为实现份额稳增的有效手段。

□ 国货品牌强势崛起, 登康冷酸灵线下份额增长领先

我国口腔护理 CR5 集中度高于全球平均水平, 较美、韩、法等市场略有差距。从格局变化趋势上看, 传统口腔护理品类中国货品牌强势崛起, 部分头部品牌及外资品牌份额下滑较多。从份额变动结果来看, 2021A-2024H1 冷酸灵(登康口腔旗下品牌)、云南白药市场份额分别+1.74%/+1.27%, 份额提升幅度明显领先好来、佳洁士、高露洁等头部&外资品牌, 充分凸显公司线下渠道能力。登康线下布局深耕权重市场, 经销商&价盘管控精细化, 未来伴随“医研”单品向线下渠道铺货导入, 看好公司份额增长进一步加快。

□ 线上头部品牌遇瓶颈, 登康依托医研单品快速崛起

线上平台格局来看, 天猫和抖音为口腔护理产品主要线上销售平台。同时趋势上看, 口腔护理线上大盘受消费者追求“质价比”影响成交均价下滑等拖累增长有趋缓迹象。部分头部品牌受制于单价高、费用重、盈利难等问题增长遭遇瓶颈。登康冷酸灵“医研”大单品快速爆量, 占抖音平台比例持续提升, 并且公司大单品均价对比其他品牌仍有提升空间, 销售占比伴随产品迭代升级和系列产品丰富也仍有望进一步提高, 看好登康依托大单品红利线上成长提速。

□ 盈利预测与估值

公司为抗敏牙膏领域绝对龙头, 伴随“医研”大单品进入产品红利期, 我们预计公司线上线下成长均有望进一步提速。从远期来看, 公司通过产品持续高端化升级及多元化品类布局, 增长潜力充足。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.32/19.41/24.39 亿元, 同比增长 11.32%/26.72%/25.67%; 归母净利润 1.61/2.05/2.46 亿元, 同比增长 14.12%/26.85%/20.09%, 对应当前市值公司 PE 分别为 43/34/28X, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧、新品研发不及预期、原材料成本大幅波动、销量及价格提升不及预期等。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 史凡可

执业证书号: S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

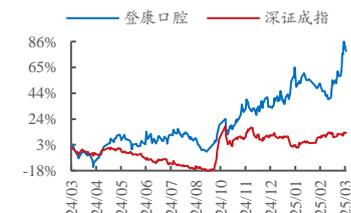
分析师: 褚远熙

执业证书号: S1230524090009
chuyuanxi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 40.56
总市值(百万元)	6,983.37
总股本(百万股)	172.17

股票走势图



相关报告

- 《大单品显效毛利率提升显著, 盈利能力持续提升》 2024.10.28
- 《收入逆势稳增, 产品结构进一步优化》 2024.09.01
- 《毛利率提升明显, 经营表现符合预期》 2024.05.01

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,376	1,532	1,941	2,439
(+/-) (%)	4.76%	11.32%	26.72%	25.67%
归母净利润	141	161	205	246
(+/-) (%)	4.97%	14.12%	26.85%	20.09%
每股收益(元)	0.82	0.94	1.19	1.43
P/E	49.42	43.31	34.14	28.43

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 牙膏行业偏成熟存量市场，口腔健康产业链前景广阔	5
1.1 口腔护理行业规模宽广，牙膏为最主要品类	5
1.2 对标海外量价两端均仍有提升空间，新兴品类潜力大	6
2 牙膏行业线下渠道居主流，预计未来仍为基本盘	7
2.1 线下渠道为主流，牙膏线上化率低于口腔护理行业大盘	7
2.2 美国口腔护理渠道以线下为主，线上增长领先	7
2.3 日本口腔护理行业线上化率极低，超市、药店占比高	8
2.4 牙膏线下仍为主流渠道，但线上对品牌份额增长至关重要	9
3 国货品牌强势崛起，登康冷酸灵线下份额增长领先	9
3.1 集中度较美、韩等略有差距，国货品牌强势崛起	9
3.2 国货品牌线下强势，登康冷酸灵&云白线下渠道能力最强	10
3.3 登康线下布局深耕权重市场，经销商&价盘管控精细化	11
3.4 其他竞品普遍存在增长乏力、价盘和渠道管理混乱等问题	12
4 线上头部品牌遇瓶颈，登康依托医研单品快速崛起	13
4.1 口腔护理线上行业增速趋缓，抖音快于天猫&京东	13
4.2 登康客单价已有明显提升，转化率位居行业前列	15
4.3 “医研”快速爆量，看好大单品驱动下线上提速	16
5 投资建议&盈利预测	17
5.1 盈利预测	17
5.2 投资建议	18
6 风险提示	19

图表目录

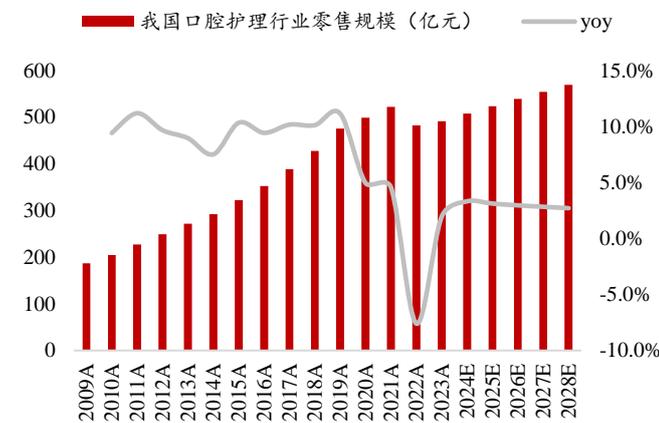
图 1: 我国口腔护理零售规模 (亿元)	5
图 2: 我国口腔护理零售量规模 (亿件)	5
图 3: 我国口腔护理零售均价 (元/件)	5
图 4: 我国口腔护理行业产品结构	5
图 5: 我国口腔护理人均消费量与发达国家对比 (件)	6
图 6: 我国口腔护理消费均价与发达国家对比 (美元)	6
图 7: 我国牙膏占口腔护理行业比例与发达国家对比	6
图 8: 2019-2023A 我国牙膏行业渠道结构	7
图 9: 2010-2023A 美国口腔护理行业各渠道增速对比	8
图 10: 个人护理主要品类不同渠道的销售额占比 (2024.1-4)	9
图 11: 个护主要品类不同渠道的销售额同比增速 (2024.1-4)	9
图 12: 我国口腔护理行业 CR5 集中度与海外对比	9
图 13: 线下牙膏市场分省份权重情况 (2022A)	10
图 14: 2021-2024H1 我国牙膏行业线下竞争格局一览	11
图 15: 登康口腔渠道体系示意图	12
图 16: 云南白药牙膏营业收入&增速 (亿元)	12
图 17: 天猫平台口腔护理板块 GMV 规模 (百万元)	13
图 18: 京东平台口腔护理板块 GMV 规模 (百万元)	13
图 19: 抖音平台口腔护理板块 GMV 规模 (百万元)	14
图 20: 天猫&抖音平台口腔护理板块量价梳理	14
图 21: 天猫平台口腔护理板块竞争格局梳理	15
图 22: 抖音平台口腔护理板块竞争格局梳理	15
图 23: 主流牙膏品牌于抖音平台运营基础数据一览 (2024 年全年数据)	16
图 24: 主流牙膏品牌于抖音平台曝光量数据一览 (亿次) (2024 年全年数据)	16
图 25: 主流牙膏品牌大单品销售表现梳理	17
图 26: 冷酸灵医研销售额&销售占比 (万元)	17
表 1: 2009-2023A 我国口腔护理行业渠道结构一览表	7
表 2: 2009-2023A 美国口腔护理行业渠道结构一览表	8
表 3: 2009-2023A 日本口腔护理行业渠道结构一览表	8
表 4: 我国口腔护理行业竞争格局	10
表 5: 登康口腔渠道结构拆分	11
表 6: 登康口腔收入驱动因素拆分 (百万元)	18
表 7: 可比公司估值 (数据截至 2025 年 3 月 17 日)	18
表附录: 三大报表预测值	20

1 牙膏行业偏成熟存量市场，口腔健康产业链前景广阔

1.1 口腔护理行业规模宽广，牙膏为最主要品类

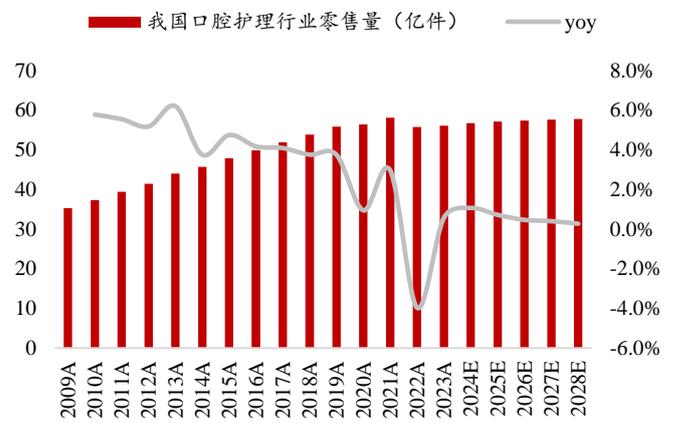
我国口腔护理行业规模近 500 亿元，其中牙膏约 300 亿元，为最主要品类。(1) 行业规模：2009-2023 年我国口腔护理零售规模由 186.89 亿元增长至 491.50 亿元（对应出厂规模约 358.71 亿元），CAGR 为 7.2%。欧睿预计至 2028 年我国口腔护理行业零售规模有望增至 569.38 亿元（对应出厂规模约 415.55 亿元），2023-2028 年 CAGR 约 3.0%。(2) 零售量：2009-2023 年我国口腔护理行业零售量由 35.32 亿件增长至 56.11 亿件，CAGR 为 3.4%。欧睿预计至 2028 年我国口腔护理行业零售量有望达 57.78 亿件，2023-2028 年 CAGR 约为 0.6%。(3) 零售均价：2009-2023 年我国口腔护理行业零售均价由 5.29 元/件提升至 8.76 元/件，CAGR 为 3.7%，预计至 2028 年零售均价有望增至 9.85 元/件，2023-2028 年 CAGR 约为 2.4%。(4) 产品结构：从我国口腔护理行业产品结构来看，牙膏、牙刷仍然为最主要品类，零售规模分别为 302.21 亿元、163.73 亿元，占我国口腔护理行业比例分别为 61.5%、33.3%。

图1：我国口腔护理零售规模（亿元）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图2：我国口腔护理零售量规模（亿件）



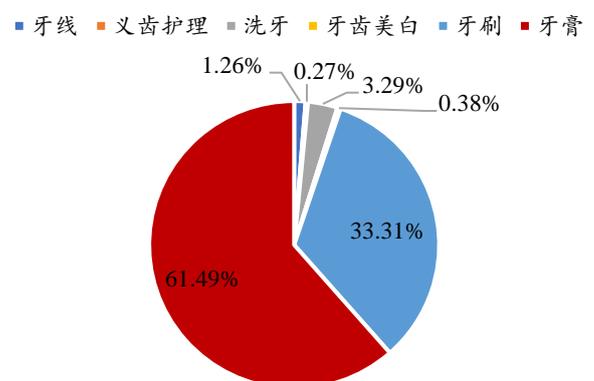
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图3：我国口腔护理零售均价（元/件）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图4：我国口腔护理行业产品结构



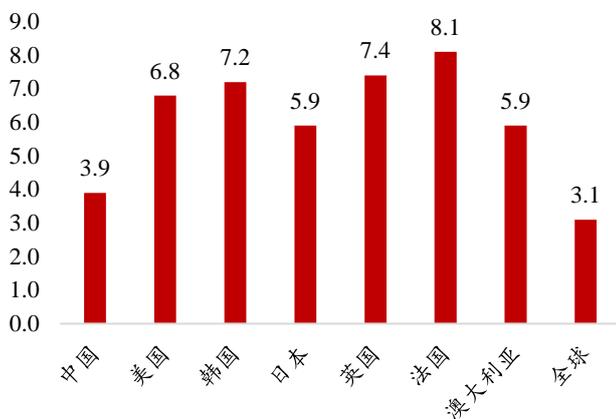
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

1.2 对标海外量价两端均仍有提升空间，新兴品类潜力大

人均消费量和人均消费均价较海外发达国家均仍有差距，但增量或更多在新兴品类。

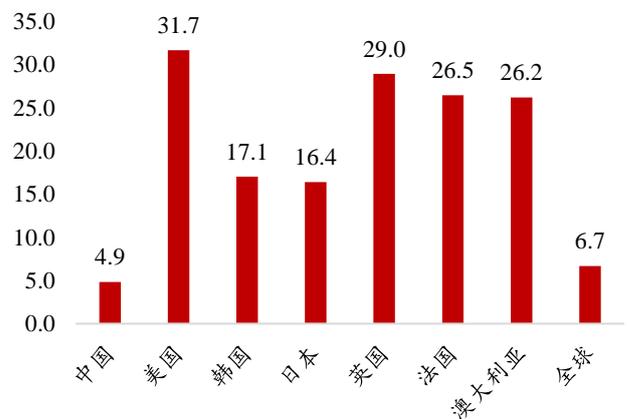
(1) 人均消费量：从人均消费量角度看，2023年我国人均口腔护理产品消费量约3.9件，仅略高于全球平均水平。相较美国、韩国、日本、英法、澳大利亚等发达国家市场均仍有明显差距。(2) 人均消费均价：2023年我国口腔护理人均消费均价仅约4.9美元，低于全球平均水平6.7美元。较美国、英国、法国、澳大利亚等市场差距更为明显。(3) 产品结构：从产品结构角度对比，我国牙膏等传统品类占比仍然相对较高。2023年我国牙膏占口腔护理行业零售额比例约61.5%，横向对比处于相对较高水平。因此我们预计未来拉动我国口腔护理行业人均消费量&均价增长的主要动力或来自于牙线、义齿护理、洗牙洁牙、牙齿美白等其他品类，牙膏行业发展对比海外其他国家已经相对成熟。

图5：我国口腔护理人均消费量与发达国家对比（件）



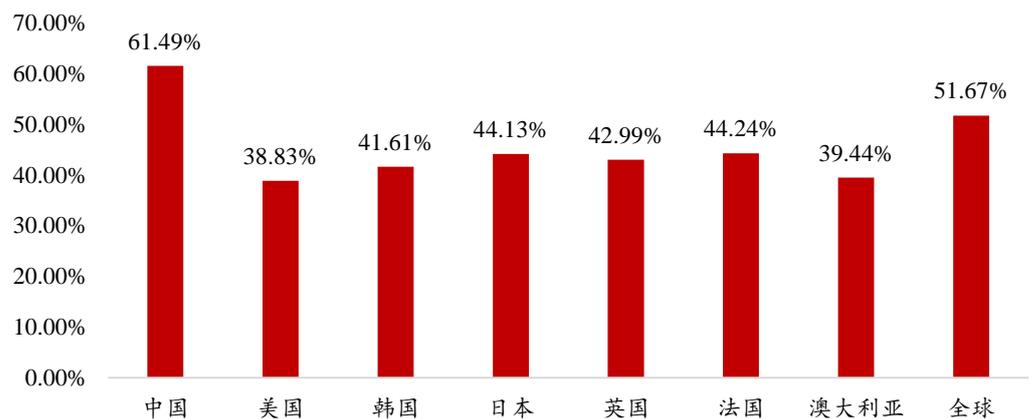
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所
注：数据统计时间为2023年

图6：我国口腔护理消费均价与发达国家对比（美元）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所
注：数据统计时间为2023年

图7：我国牙膏占口腔护理行业比例与发达国家对比



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所
注：数据统计时间为2023年

2 牙膏行业线下渠道居主流，预计未来仍为基本盘

2.1 线下渠道为主流，牙膏线上化率低于口腔护理行业大盘

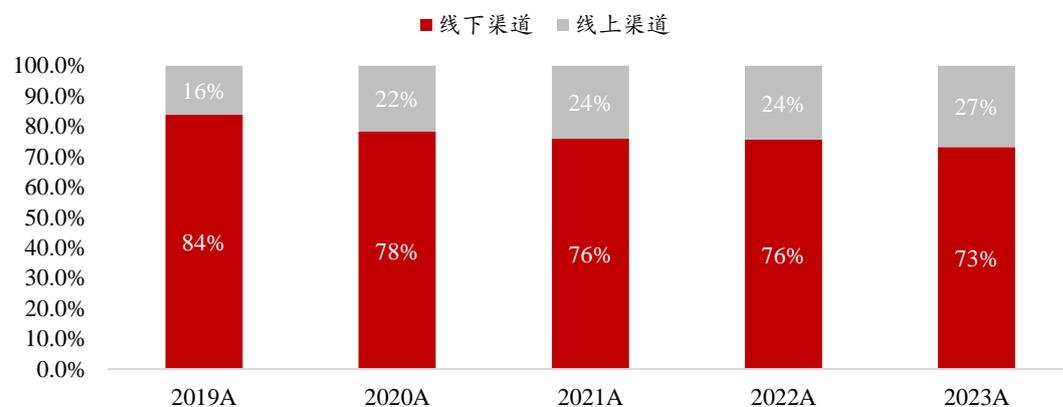
线上化率持续提升，但牙膏线上化率低于口腔护理行业大盘。2009-2023年我国口腔护理行业线下渠道占比由98%下降至58%。其中线下主流的消费渠道为大卖场（2023年占比33%）、超市（2023年占比8%）、健康&个护商店（2023年占比8%）。口腔护理行业线上化率则由约2%提升至42%。传统品类牙膏的线上化率虽然也呈持续提升趋势，但明显低于口腔护理大盘。根据尼尔森数据，2019-2023年我国牙膏行业线上化率由16%提升至27%。线下渠道仍为主流。

表1：2009-2023A我国口腔护理行业渠道结构一览表

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
便利店	0.7%	1.2%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
超市	10.6%	11.4%	11.5%	11.6%	12.0%	11.6%	11.0%	10.9%	10.3%	9.5%	8.7%	8.3%	8.2%	8.1%	7.8%
大卖场	50.2%	51.0%	52.4%	53.5%	53.8%	50.6%	47.9%	46.4%	44.1%	40.9%	37.3%	35.7%	35.4%	35.3%	32.7%
小型区域杂货商	13.2%	11.9%	11.1%	7.3%	5.5%	4.6%	4.2%	4.1%	3.7%	3.4%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
折扣店	6.4%	5.6%	5.1%	3.9%	1.3%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
美妆店	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
药店	2.1%	1.7%	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
健康&个护商店	8.0%	8.3%	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%	9.1%	9.3%	9.5%	9.4%	9.3%	8.7%	8.3%	8.1%	8.0%
其他非杂货零售商	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	3.6%	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%
直销	6.7%	6.5%	5.4%	5.3%	5.5%	5.2%	4.3%	3.6%	3.3%	3.0%	2.3%	2.1%	1.9%	1.9%	1.8%
电商	1.6%	1.9%	2.2%	6.2%	9.8%	13.0%	16.4%	19.9%	23.3%	28.2%	33.6%	37.0%	37.8%	38.6%	41.8%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图8：2019-2023A我国牙膏行业渠道结构



资料来源：尼尔森，浙商证券研究所

2.2 美国口腔护理渠道以线下为主，线上增长领先

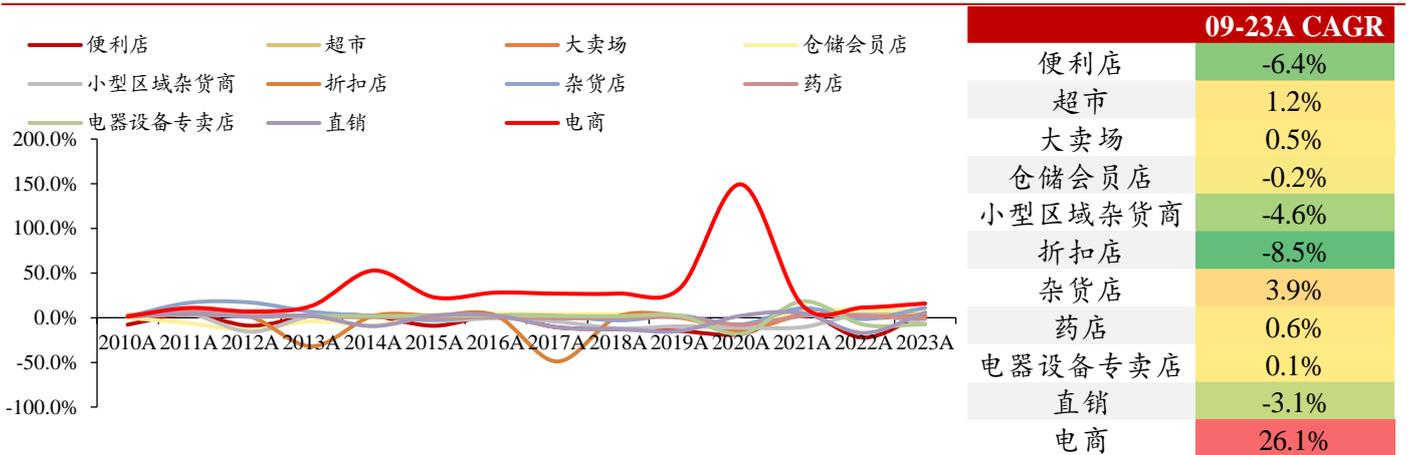
美国口腔护理行业渠道以线下为主，但线上渠道快速增长。大卖场、超市、药店等仍为美国口腔护理产品主要销售渠道，线上渠道增速领先。2023年美国口腔护理行业线下占比约72%，线上占比约28%，线下渠道仍为主流渠道。具体来看，大卖场、超市、药店分别占比35%/14%/14%，是美国口腔护理产品主要销售渠道。然而，线上渠道快速增长，拉动美国口腔护理行业线上化率快速提升。2009-2023年美国口腔护理行业线上销售CAGR约为26.1%，显著领先于线下渠道。

表2: 2009-2023A 美国口腔护理行业渠道结构一览表

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
便利店	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
超市	16.8%	17.1%	17.5%	17.9%	17.8%	17.6%	17.7%	17.5%	17.3%	17.3%	16.9%	14.3%	13.9%	13.9%	13.7%
大卖场	47.0%	46.8%	46.4%	46.9%	47.0%	47.0%	47.1%	47.0%	46.8%	46.3%	45.5%	38.0%	37.3%	35.8%	34.6%
仓储会员店	7.0%	6.9%	6.2%	5.3%	5.0%	4.5%	4.5%	4.6%	4.7%	4.8%	4.8%	4.3%	4.4%	4.6%	4.7%
小型区域杂货商	4.2%	4.2%	4.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.3%	3.2%	3.0%	2.6%	2.3%	2.0%	1.7%	1.7%	1.5%
折扣店	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
杂货店	1.7%	1.7%	1.9%	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.1%	2.1%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%
药店	18.6%	18.5%	18.9%	19.4%	19.3%	19.1%	18.6%	18.3%	17.8%	17.5%	17.2%	15.5%	15.0%	14.8%	13.8%
电器设备专卖店	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%	0.7%
直销	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
电商	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	2.0%	3.0%	3.6%	4.5%	5.6%	7.0%	9.1%	22.2%	24.0%	25.8%	28.3%

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

图9: 2010-2023A 美国口腔护理行业各渠道增速对比



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

2.3 日本口腔护理行业线上化率极低, 超市、药店占比高

线下渠道为日本口腔护理行业绝对主要销售场景, 渠道以连锁化超市、药店等为主。日本口腔护理行业线上化率仅3%, 线下为绝对主流。日本口腔护理行业线下销售占比高达97%, 且以连锁化的中小型系统为主。2023年超市、药店、健康&个护商店、便利店占比分别为25%/24%/20%/12%。大型卖场及小型区域杂货商等非连锁型系统的占比相对较低。

表3: 2009-2023A 日本口腔护理行业渠道结构一览表

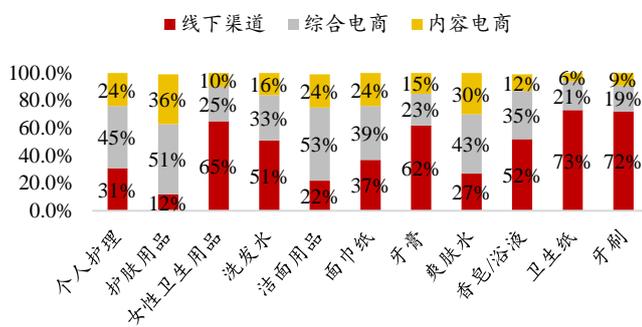
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
便利店	14.2%	14.1%	14.1%	13.9%	13.4%	13.1%	13.1%	13.0%	12.9%	12.8%	12.5%	12.3%	12.0%	12.2%	12.4%
超市	23.4%	23.3%	23.3%	23.5%	24.0%	24.3%	24.5%	24.4%	23.5%	23.3%	22.8%	24.1%	24.3%	24.8%	24.9%
大卖场	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%
仓储会员店	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
小型区域杂货商	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%
折扣店	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
杂货店	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
电器设备专卖店	6.4%	6.1%	7.9%	8.4%	8.4%	8.4%	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%	8.5%	6.9%	6.9%	7.0%	6.8%
家庭用品专卖店	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
药店	25.2%	25.6%	23.6%	22.7%	22.7%	22.7%	22.6%	22.5%	22.6%	22.8%	23.0%	24.1%	24.3%	23.8%	23.9%
健康&个护商店	16.5%	16.8%	16.7%	17.1%	17.7%	17.8%	17.8%	17.8%	18.1%	18.3%	18.8%	19.3%	19.5%	19.2%	19.6%
其他非杂货零售商	2.1%	2.0%	2.8%	2.9%	2.2%	2.1%	2.0%	2.1%	2.6%	2.5%	2.2%	2.2%	2.0%	2.0%	1.6%
直销	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.5%	2.4%	2.3%	2.2%	2.1%	1.9%	2.0%	2.1%
电商	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%	2.1%	2.4%	2.6%	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%	3.2%

资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

2.4 牙膏线下仍为主流渠道，但线上对品牌份额增长至关重要

我们认为线下仍然为牙膏行业最主要销售渠道，口腔护理产品线上化率或仍有提升空间。(1) 牙膏：1) 消费频次低，不利于囤货，而线上消费更多为消费者的囤货心智；2) 单价便宜，物流成本占比相对较高；3) 及时性较线下差。因此结合消费者习惯、线上购买便利性、线上购买优惠度等，我们预计线下仍然为渠道。然而从增速表现上看，近年来线上渠道增速持续快于线下，占比也在逐步提升，尤其是内容电商已成为品牌增长的重要驱动力。因此我们认为牙膏品牌夯实线下基本盘，开拓线上增量盘为实现份额稳增的有效手段。(2) 口腔护理：1) 新兴品类如牙线棒、漱口水等消费者囤货意愿高，线上购买更实惠且方便；2) 电动牙刷等品类单价相对较高，消费者价格更敏感，在线上大促季购买优惠大。我们认为口腔护理新兴品类在线上购买便捷度、优惠度都更高，因此线上渠道或成为新兴口腔护理品类的主要销售渠道，线上化率或仍有进一步提升空间。

图10: 个人护理主要品类不同渠道的销售占比 (2024.1-4)



资料来源: 尼尔森, 浙商证券研究所

图11: 个护主要品类不同渠道的销售同比增速 (2024.1-4)

品类名称	全渠道	线下	综合电商	内容电商
个人护理	3.7%	-6.8%	-4.6%	45.8%
护肤用品	9.5%	-5.3%	-3.4%	52.6%
女性卫生用品	3.2%	-4.0%	9.4%	60.4%
洗发水	0.7%	-5.6%	-5.4%	52.3%
洁面用品	2.2%	-9.8%	-7.5%	60.4%
面巾纸	13.0%	-1.8%	6.0%	69.5%
牙膏	0.9%	-7.5%	3.6%	57.4%
爽肤水	4.0%	-10.0%	-1.3%	37.4%
香皂/浴液	-4.8%	-7.5%	-8.9%	32.6%
卫生纸	-7.9%	-8.5%	-11.7%	29.6%
牙刷	-4.6%	-11.1%	2.4%	73.4%

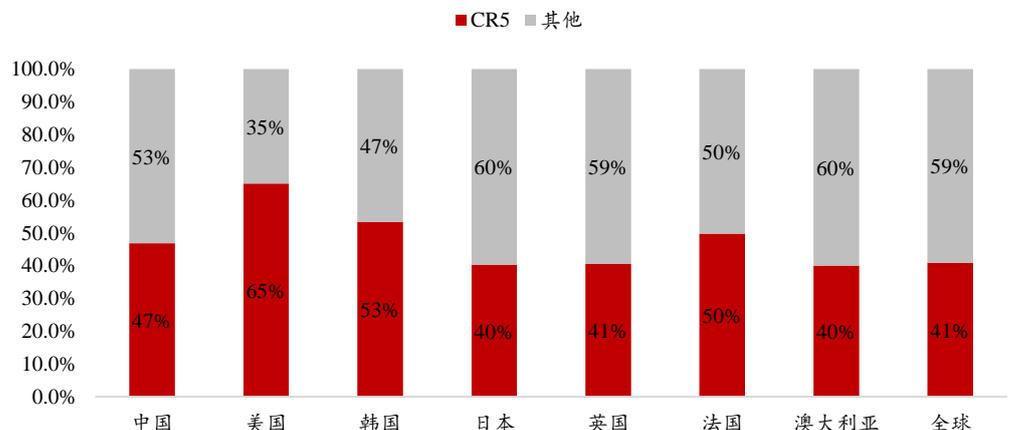
资料来源: 尼尔森, 浙商证券研究所

3 国货品牌强势崛起，登康冷酸灵线下份额增长领先

3.1 集中度较美、韩等略有差距，国货品牌强势崛起

我国口腔护理 CR5 集中度高于全球平均水平，较美、韩、法等市场略有差距。根据 Euromonitor 数据，2023 年我国口腔护理行业 CR5 份额约 47%，高于全球平均（41%）、日本（40%）、英国（41%）、澳大利亚（40%），因此我们认为我国口腔护理行业从格局角度看相对成熟，不过较美国（65%）、韩国（53%）、法国（50%）等市场集中度仍有提升空间。

图12: 我国口腔护理行业 CR5 集中度与海外对比



资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

国货品牌强势崛起，部分头部&外资品牌份额下滑较多。从格局变化趋势上看，传统口腔护理品类中国货品牌强势崛起。2014-2023年云南白药、舒客、冷酸灵份额分别+2.7%/+4.4%/+1.1%。部分头部品牌及外资品牌份额下滑较多，好来、佳洁士、高露洁、中华（联合利华）份额分别-2.4%/ -5.8%/ -5.2%/ -4.9%。同时如电动牙刷等新兴品类品牌伴随产品渗透率的快速提升，也实现了市场份额的大幅增长。

表4: 我国口腔护理行业竞争格局

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	14-23A变动
云南白药	10.5%	11.5%	11.6%	12.0%	11.2%	10.8%	11.9%	12.6%	13.5%	13.2%	2.7%
好来	13.0%	12.9%	13.5%	13.3%	12.5%	11.6%	11.4%	11.2%	11.8%	10.6%	-2.4%
佳洁士	14.4%	13.3%	12.6%	11.6%	10.7%	9.7%	9.4%	8.9%	9.1%	8.6%	-5.8%
高露洁	12.7%	12.1%	11.7%	10.5%	9.1%	7.8%	7.7%	7.5%	7.8%	7.5%	-5.2%
舒客	2.5%	3.8%	5.5%	6.8%	7.8%	7.7%	7.2%	7.3%	7.2%	6.9%	4.4%
冷酸灵	3.6%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.7%	4.7%	1.1%
Usmile		0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	1.0%	1.8%	2.7%	2.3%	3.8%	3.8%
Philips Sonicare	1.0%	1.6%	2.3%	3.1%	3.6%	4.5%	4.2%	4.1%	4.1%	3.6%	2.6%
Oral-B	1.3%	1.6%	2.0%	2.3%	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%	1.2%
舒适达									2.3%	2.4%	2.4%
狮王	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.9%	1.2%	1.3%	1.5%	1.9%	1.3%
中华	6.5%	6.1%	5.3%	4.3%	3.3%	2.6%	2.2%	1.9%	1.8%	1.6%	-4.9%
其他	46.6%	44.9%	42.9%	42.2%	43.9%	45.1%	44.2%	43.2%	39.2%	40.2%	-6.4%

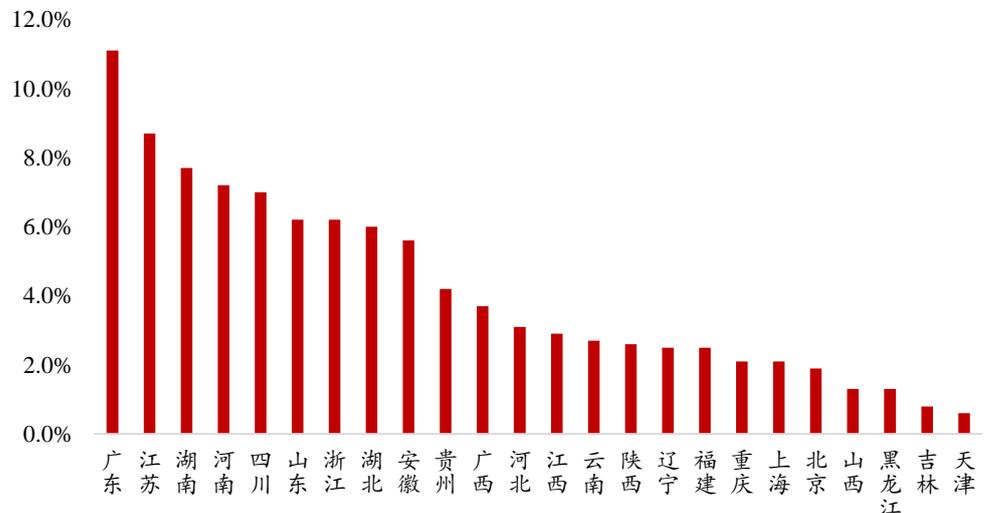
资料来源: Euromonitor, 浙商证券研究所

3.2 国货品牌线下强势，登康冷酸灵&云白线下渠道能力最强

从份额变动结果来看，冷酸灵和云南白药在线下渠道能力最强。前文我们结合牙膏的消费习惯、线上购买的便利性、线上购买优惠度等判断未来我国牙膏行业线下渠道仍然是为基本盘，线下渠道的能力对于牙膏品牌份额稳居头部至关重要。因此本节我们重点分析我国牙膏行业线下渠道竞争格局、以及各家在线下渠道的能力，从而判断哪些品牌有望在未来牙膏存量市场争夺中脱颖而出。

西南、华东、华北、华南占线下牙膏市场权重高。根据尼尔森数据，广东、江苏、湖南、河南、四川为线下牙膏市场权重排名前5名，占线下牙膏市场权重分别为11%/9%/8%/7%/7%。如果分大区看，西南权重占比约27%、华东占比25%、华北占比19%、华南占比15%。

图13: 线下牙膏市场分省份权重情况（2022A）



资料来源: 尼尔森, 浙商证券研究所

国货品牌线下强势，冷酸灵和云南白药份额提升最为明显。根据尼尔森数据，截至2024H1 我国牙膏行业线下份额 CR3 分别为云南白药（25.13%）、好来（18.05%）、冷酸灵（8.57%），均为国货品牌。同时从份额提升幅度来看，2021A-2024H1 冷酸灵、云南白药市场份额分别+1.74%/+1.27%，份额提升幅度明显领先好来、佳洁士、高露洁等头部&外资品牌。

图14： 2021-2024H1 我国牙膏行业线下竞争格局一览

公司名称	品牌名称	2021	2023	2024H1	21A-24H1份额变动
云南白药	云南白药	23.86%	24.64%	25.13%	1.27%
好来化工	好来	20.10%	18.60%	18.05%	-2.05%
登康口腔	冷酸灵	6.83%	8.04%	8.57%	1.74%
宝洁	佳洁士	8.84%	8.90%	8.54%	-0.30%
薇美姿	舒客	4.88%	5.18%	5.17%	0.29%
高露洁	高露洁	5.64%	5.15%	5.02%	-0.62%
利华	中华	4.06%	3.66%	3.47%	-0.59%
葛兰素史克	舒适达	2.78%	2.55%	2.73%	-0.05%
纳美	纳美	2.29%	2.05%	2.15%	-0.14%
纳爱斯	纳爱斯	1.91%	1.80%	1.76%	-0.15%

资料来源：尼尔森，浙商证券研究所

3.3 登康线下布局深耕权重市场，经销商&价盘管控精细化

登康口腔线下渠道深耕牙膏权重市场：公司作为重庆本土品牌，深耕西南市场，于云贵川等区域份额领先。截至 2024H1，公司西部/南部/东部地区收入占比分别为 20.82%/19.95%/ 17.25%，均为牙膏行业的权重市场。

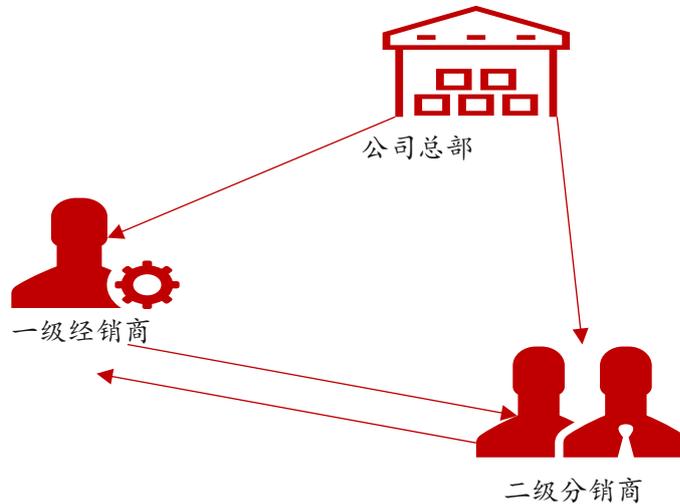
表5： 登康口腔渠道结构拆分

单位：百万元	2019	2020	2021	2023	2022H1	2023H1	2024H1
经销模式							
营业收入	815.72	882.46	930.41	994.94	473.80	516.61	516.80
YOY	-	8.18%	5.43%	-	-	-	0.04%
毛利率	37.67%	41.75%	42.68%	42.46%	42.27%	-	45.08%
占比	86.63%	85.88%	81.61%	72.32%	77.70%	77.47%	73.50%
直供模式							
营业收入	62.92	46.87	54.42	54.26	27.31	19.86	20.20
YOY	-	-25.51%	16.10%	-	-	-	1.69%
毛利率	54.92%	54.84%	60.09%	63.44%	56.08%	-	64.97%
占比	6.68%	4.56%	4.77%	3.94%	4.48%	2.98%	2.87%
线上渠道							
营业收入	57.44	88.47	150.20	315.97	105.58	125.42	160.86
YOY	-	54.02%	69.77%	-	-	-	28.26%
毛利率	33.32%	38.88%	32.04%	45.88%	35.79%	-	50.62%
占比	6.10%	8.61%	13.17%	22.97%	17.32%	18.81%	22.88%
其他							
营业收入	5.58	9.75	5.09	8.17	3.07	3.24	3.90
YOY	-	74.63%	-47.82%	-	-	-	20.48%
毛利率	39.00%	26.77%	41.94%	39.16%	42.36%	-	47.28%
占比	0.59%	0.95%	0.45%	0.59%	0.50%	0.49%	0.56%
线下渠道							
营业收入	884.22	939.07	989.92	1,057.37	504.17	539.71	540.90
YOY	-	6.20%	5.41%	-	-	-	0.22%
毛利率	43.26%	46.38%	47.16%	50.38%	43.68%	-	47.55%
占比	93.90%	91.39%	86.83%	76.86%	82.68%	80.94%	76.93%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司渠道利润率、管理精细化、团队作战力均行业领先：1) 公司渠道利润率丰厚，经销商积极性&粘性强；2) 经销商体系、经销商 KPI 考核机制、激励制度、费用投放机制设计科学合理，同时对线上线下产品做严格区隔，在价格管控及渠道窜货方面管控优异。3) 团队作战能力强，尤其是在下沉市场的终端资源抢占、铺货能力领先。

图15：登康口腔渠道体系示意图



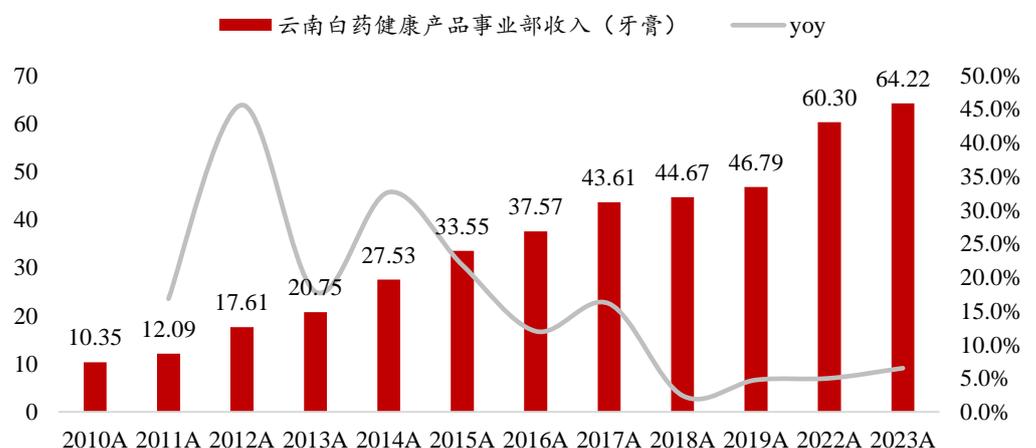
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

源于优异机制，公司经销商团队稳定。根据招股书数据，2019-2022H1 公司持续贡献收入的经销商数量稳定在 344 家，对公司整体营收的贡献比例在 60%以上。同时受益于公司优异渠道能力，近年来线下份额增长领先。

3.4 其他竞品普遍存在增长乏力、价盘和渠道管理混乱等问题

云南白药渠道能力相对优异，但近年来增长已现瓶颈。云南白药过往渠道能力强。云南白药 2005 年重点经营牙膏业务，并于 2019 年成为我国牙膏行业份额第 1 名。主要基于两大成功策略：1) 重视合作商业伙伴的利润，给予经销商和终端渠道合理利润率。2) 对窜货严管控。然而近两年受牙膏行业整体已增长乏力、公司管理层变动、渠道结构更偏重线下渠道、消费者追求“质价比”产品等影响，整体增长已出现趋缓。

图16：云南白药牙膏营业收入&增速（亿元）



资料来源：云南白药公司公告，浙商证券研究所

其他竞对均有价盘管控宽松、渠道利润率不稳定等问题。部分品牌给予经销商的出厂价较低，裸价操作。然而在当前消费疲弱环境下，部分经销商为保证动销不得不加大促销力度和费用投入，致使盈利较前期大幅压缩。同时部分经销商为保持利润率而没有给到终端足够费用支持，造成终端动销不力。同时部分品牌由于线下经销体系相对薄弱，对窜货行为几乎无管理。同时不同体量经销商的拿货价格、返点政策等均有差别，造成不同体量的经销商利润率差异极大。大体量经销商有充足的盈利空间窜货倒货，致使价格体系混乱，渠道利润率不稳定。经销商进货备货意愿较低，粘性差。

4 线上头部品牌遇瓶颈，登康依托医研单品快速崛起

4.1 口腔护理线上行业增速趋缓，抖音快于天猫&京东

线上平台格局：天猫和抖音为口腔护理产品主要线上销售平台。2024年1-11月天猫、京东、抖音平台口腔护理产品GMV分别为94.41/47.60/92.57亿元，占口腔护理线上大盘的比例分别为40%/20%/40%。

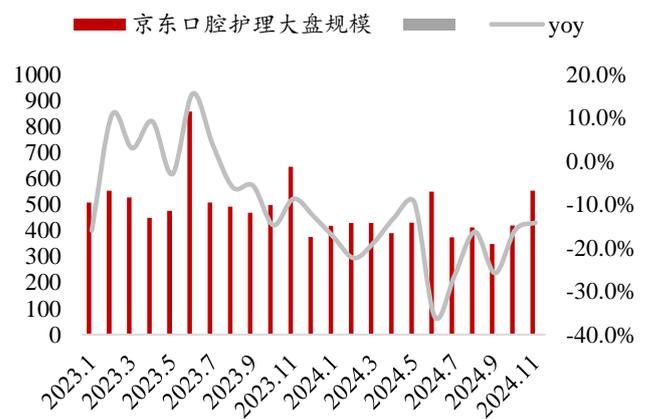
线上增长趋势：天猫、京东口腔护理大盘萎缩，抖音增长趋缓。截至2024年11月，天猫平台口腔护理板块GMV规模同比-4.8%，京东平台口腔护理板块GMV规模同比-20.8%。截至2024年12月，抖音平台口腔护理板块GMV规模同比+40.9%。然而从趋势上看，2024年1-12月抖音平台口腔护理产品GMV增速逐步由上半年50%+水平下滑至20%+水平，增长逐步趋缓。

图17：天猫平台口腔护理板块GMV规模（百万元）



资料来源：久谦，浙商证券研究所

图18：京东平台口腔护理板块GMV规模（百万元）



资料来源：久谦，浙商证券研究所

图19: 抖音平台口腔护理板块 GMV 规模 (百万元)



资料来源: 飞瓜, 浙商证券研究所

跌价为口腔护理行业线上增长放缓的主要动因: (1) **天猫量价拆分:** 截至 2024 年 1-12 月, 天猫平台口腔护理产品销售量同比+4%, 销售均价同比-8%, 带动整体 GMV 规模同比-4%。(2) **抖音量价拆分:** 截至 2024 年 1-12 月, 抖音平台口腔护理产品销售量同比+22%, 销售均价同比+16%。其中价格增长主要受益于电动牙刷等高客单价产品 2024 年在抖音平台销售表现优异。从趋势上看, 2024 年 7 月以来, 抖音平台口腔护理产品销售均价逐步进入负增长区间, 带动 2024 年下半年抖音平台口腔护理板块 GMV 增长趋缓。

图20: 天猫&抖音平台口腔护理板块量价梳理

品类名称	2023A	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12	2024A
天猫平台	销售额 (百万元)	10627.33	613.27	719.37	828.98	755.15	1296.06	929.01	592.15	762.74	785.44	1186.87	972.41	756.93
	yoy	-15%	-7%	-14%	1%	-4%	24%	-14%	-9%	-15%	-5%	4%	-17%	6%
	销售量 (百万件)	214.10	14.96	16.97	18.72	17.13	26.39	20.07	14.44	17.06	16.88	22.44	21.29	16.48
	yoy	-13%	19%	-1%	9%	7%	34%	-4%	-2%	-7%	2%	5%	-4%	-4%
抖音平台	销售额 (百万元)	7198.50	768.86	684.91	683.54	698.45	850.12	904.70	789.43	1024.93	916.08	999.75	936.35	886.30
	yoy	46%	106%	-46%	40%	39%	51%	63%	38%	30%	32%	36%	26%	23%
	销售量 (百万件)	239.84	21.44	15.40	16.25	19.25	24.09	25.98	25.96	32.01	28.78	28.76	28.08	26.12
	yoy	47%	109%	0%	-8%	0%	15%	-35%	64%	61%	50%	31%	43%	34%
均价 (元/件)	30.01	35.86	44.47	42.06	36.28	35.29	34.82	30.41	32.02	31.83	34.76	33.35	33.93	34.72
	yoy	0%	-1%	46%	53%	40%	31%	152%	-16%	-19%	-12%	4%	-12%	-8%

资料来源: 久谦, 飞瓜, 浙商证券研究所测算

舒客 2024 年下半年增长明显放缓, 参半、高露洁、冷酸灵份额提升优异。 2024 年 1-12 月, 舒客、高露洁、参半、冷酸灵于天猫平台口腔护理板块市占率分别+1.3%、+1.0%、+0.6%、+0.5%。然而, 舒客于 2024 年 6 月后增长明显放缓。参半增长靓丽, 但其在天猫平台基数低, 份额仅 1.0%左右。高露洁和冷酸灵增长优异, 份额提升表现亮眼。

图21: 天猫平台口腔护理板块竞争格局梳理

品类名称	品牌名称	2023A	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12	2024A	份额变化	
口腔护理	云南白药	销售额 (百万元) yoy 份额	539.7 -3% 5.1%	23.2 -16% 3.8%	22.2 -2% 3.1%	34.9 18% 4.2%	28.1 -12% 3.7%	75.9 28% 5.9%	63.6 6% 6.8%	21.8 1% 3.7%	30.3 -2% 4.0%	36.1 -8% 4.6%	68.4 -8% 5.8%	82.2 -30% 8.5%	25.2 3% 3.3%	511.7 -5% 5.0%	-0.1%
	好来	销售额 (百万元) yoy 份额	539.1 -10% 5.1%	25.0 -9% 4.1%	27.4 -28% 3.8%	35.8 -28% 4.3%	33.8 -24% 4.5%	58.3 11% 4.5%	44.2 -32% 4.8%	24.2 -14% 4.1%	27.9 -21% 3.7%	35.0 -21% 4.5%	47.0 -18% 4.0%	56.7 -5% 5.8%	39.9 7% 5.3%	454.9 -16% 4.5%	-0.6%
	参半	销售额 (百万元) yoy 份额	48.5 -49% 0.5%	4.9 18% 0.8%	5.2 94% 0.7%	7.8 73% 0.9%	14.8 309% 2.0%	16.4 267% 1.3%	6.7 104% 0.7%	4.2 2% 0.8%	6.4 67% 0.8%	10.2 204% 1.3%	10.8 153% 0.9%	8.7 59% 0.9%	10.0 107% 1.3%	105.9 118% 1.0%	0.6%
	佳洁士	销售额 (百万元) yoy 份额	374.6 -17% 3.5%	15.7 -18% 2.6%	15.7 -38% 2.2%	23.8 -13% 2.9%	20.4 -13% 2.7%	41.0 -5% 3.2%	32.5 -14% 3.5%	15.4 -8% 2.6%	22.4 -17% 2.9%	24.5 -4% 3.1%	44.1 -9% 3.7%	35.8 -31% 3.7%	15.6 -26% 2.1%	307.0 -18% 3.0%	-0.5%
	高露洁	销售额 (百万元) yoy 份额	364.1 -27% 3.4%	20.6 -10% 3.4%	26.3 -16% 3.7%	38.2 32% 4.6%	36.4 13% 4.8%	56.1 70% 4.3%	42.4 22% 4.6%	27.6 24% 4.7%	35.1 45% 5.0%	39.1 27% 5.0%	55.5 41% 4.7%	42.1 4% 4.3%	31.7 32% 4.2%	451.2 24% 4.4%	1.0%
	舒客	销售额 (百万元) yoy 份额	594.9 0% 5.6%	39.9 54% 6.5%	55.7 42% 7.7%	56.2 21% 6.8%	49.2 8% 6.5%	98.7 97% 7.6%	57.6 1% 6.2%	37.0 0% 6.3%	45.8 -12% 6.0%	48.3 2% 6.1%	104.8 42% 8.8%	60.3 -14% 6.2%	48.8 -2% 6.4%	702.4 18% 6.9%	1.3%
	冷酸灵	销售额 (百万元) yoy 份额	207.6 5% 2.0%	12.8 -13% 2.1%	15.4 1% 2.1%	18.8 63% 2.3%	16.8 24% 2.2%	28.0 64% 2.2%	22.6 10% 2.4%	13.6 35% 2.3%	18.0 18% 2.4%	24.7 2% 3.1%	30.3 14% 2.6%	26.6 30% 2.7%	23.1 26% 3.1%	250.7 21% 2.5%	0.5%
	倍加洁	销售额 (百万元) yoy 份额	27.5 24% 0.3%	1.7 72% 0.3%	1.9 33% 0.3%	1.1 -41% 0.1%	1.3 -4% 0.2%	3.2 82% 0.2%	2.1 -21% 0.2%	0.6 -70% 0.1%	1.3 -60% 0.2%	1.6 10% 0.2%	2.1 -69% 0.2%	3.1 35% 0.3%	2.1 29% 0.3%	22.2 -19% 0.2%	0.0%

资料来源: 久谦, 浙商证券研究所

参半仍稳居抖音口腔护理榜单第1名, 但2024年9月以来增速明显放缓。冷酸灵份额提升加速。2024年参半于抖音平台份额达8.6%, 位居抖音口腔护理榜单第1名, 但从增速角度看已初显压力。2024年9/10/11/12月增速分别为+10%、+13%、+1%、+45%, 较前期已明显放缓。冷酸灵份额提升加速, 10/11/12月分别+334%、+120%、+229%, 单12月于抖音实现5.7%市占率, 排名升至第3名。

图22: 抖音平台口腔护理板块竞争格局梳理

品类名称	品牌名称	2023A	2024.01	2024.02	2024.03	2024.04	2024.05	2024.06	2024.07	2024.08	2024.09	2024.10	2024.11	2024.12	2024A	份额变化	
口腔护理	云南白药	销售额 (百万元) yoy 份额	298.5 43% 4.1%	31.1 272% 4.0%	7.9 -41% 1.1%	17.6 -21% 2.6%	15.0 -16% 2.1%	18.7 -52% 2.2%	44.7 27% 4.9%	17.3 -46% 2.2%	31.0 15% 3.0%	48.2 116% 5.3%	55.6 190% 5.6%	28.0 -24% 3.0%	25.1 -1% 2.8%	340.3 14% 3.4%	-0.8%
	好来	销售额 (百万元) yoy 份额	261.3 39% 3.6%	32.8 133% 4.3%	12.7 -37% 1.9%	22.9 -24% 3.4%	27.8 30% 4.0%	21.8 242% 2.6%	23.1 128% 2.9%	22.6 142% 2.0%	20.9 -20% 2.2%	19.8 -32% 2.9%	29.3 -5% 3.4%	31.8 2% 3.4%	42.6 31% 4.8%	308.1 18% 3.0%	-0.6%
	参半	销售额 (百万元) yoy 份额	519.0 220% 7.2%	93.1 270% 12.1%	54.1 97% 7.9%	47.9 94% 7.0%	42.1 47% 6.0%	64.5 129% 7.6%	60.1 94% 6.6%	90.2 163% 11.4%	94.2 112% 9.2%	67.6 10% 7.4%	86.7 13% 8.7%	72.5 1% 7.7%	94.8 45% 10.7%	867.9 67% 8.6%	1.3%
	佳洁士	销售额 (百万元) yoy 份额	79.8 48% 1.1%	5.9 -31% 0.8%	5.4 -22% 0.8%	4.8 -21% 0.7%	5.6 4% 0.8%	6.2 4% 0.7%	5.3 14% 0.6%	5.3 2% 0.7%	5.5 -15% 0.5%	4.5 -7% 0.5%	6.2 -32% 0.6%	6.4 -33% 0.7%	4.2 -40% 0.5%	65.3 -18% 0.6%	-0.5%
	高露洁	销售额 (百万元) yoy 份额	166.0 8% 2.3%	13.5 6% 1.8%	16.1 17% 2.3%	22.2 164% 3.2%	10.3 35% 1.5%	19.8 115% 2.3%	27.9 88% 3.1%	17.8 52% 2.3%	30.9 41% 3.0%	15.7 -8% 1.7%	20.0 15% 2.0%	18.2 3% 1.9%	23.8 71% 2.7%	236.2 42% 2.3%	0.0%
	舒客	销售额 (百万元) yoy 份额	184.7 59% 2.6%	16.4 110% 2.1%	14.9 69% 2.2%	12.9 42% 1.9%	13.8 83% 2.0%	39.7 151% 4.7%	21.7 18% 2.4%	18.8 -11% 2.4%	40.1 4% 3.9%	25.1 56% 2.7%	39.0 171% 3.9%	32.3 112% 3.4%	27.5 135% 3.1%	302.2 64% 3.0%	0.4%
	冷酸灵	销售额 (百万元) yoy 份额	124.4 -13% 1.7%	12.9 102% 1.7%	10.3 50% 1.5%	17.4 116% 2.5%	14.1 104% 2.0%	15.8 84% 1.9%	26.6 117% 2.9%	22.6 130% 2.9%	24.3 118% 2.4%	22.3 54% 2.4%	45.0 334% 4.5%	31.2 120% 3.3%	50.2 229% 5.7%	292.9 135% 2.9%	1.2%
	倍加洁	销售额 (百万元) yoy 份额	8.3 -59% 0.1%	1.9 675% 0.2%	3.7 5644% 0.5%	2.4 1091% 0.4%	1.4 277% 0.2%	0.7 179% 0.1%	0.6 148% 0.1%	0.6 41% 0.1%	0.9 5% 0.1%	1.0 -18% 0.1%	0.8 1% 0.1%	0.9 -43% 0.1%	1.1 -50% 0.1%	15.9 90% 0.2%	0.0%

资料来源: 飞瓜, 浙商证券研究所

4.2 登康客单价已有明显提升, 转化率位居行业前列

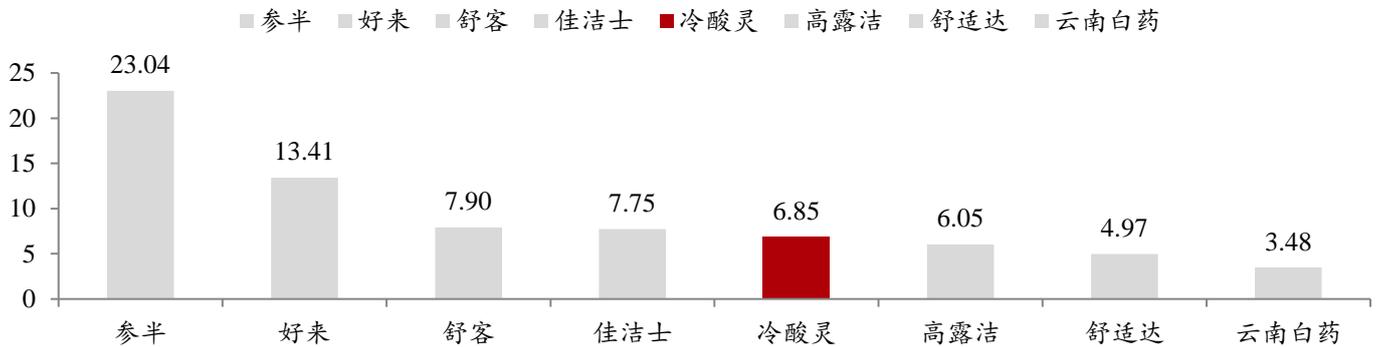
登康抖音客单价提升明显, 转化率位居行业前列。2024年登康冷酸灵在抖音电商实现销售额2.93亿元, 位居抖音口腔护理榜单第6名。2024Q4登康抖音增速进一步提速, 排名升至第4名。从客单价角度看, 冷酸灵抖音客单价已升至52.9元, 较前期30~40元已有明显提升, 但较高露洁、云南白药、舒适达等仍有较大提升空间。从订单转化率角度看, 冷酸灵转化率为11.3%, 基本与参半、好来转化率水平接近, 位居行业前列。从曝光量角度看, 冷酸灵品牌抖音曝光量6.85亿次, 位居行业第5名。

图23: 主流牙膏品牌于抖音平台运营基础数据一览(2024年全年数据)

	销售额(万元)	销售量(万件)	平均客单价	订单量(万次)	浏览量(万次)	转化率	自播占比	达播占比	商品卡占比
云南白药	34802.5	481.7	72.3	447.6	4163.7	10.8%	33.5%	43.2%	23.3%
好来	30390.2	639.6	47.5	599.0	5240.3	11.4%	50.2%	28.3%	21.5%
参半	86799.8	1448.1	59.9	1326.6	11418.4	11.6%	34.5%	42.2%	23.3%
佳洁士	6608.4	177.1	37.3	167.5	1579.7	10.6%	49.2%	12.0%	38.8%
高露洁	23724.9	256.4	92.5	239.0	2920.8	8.2%	61.8%	16.3%	21.9%
舒客	29383.3	480.5	61.1	449.6	5361.4	8.4%	48.8%	20.6%	30.7%
舒适达	8508.0	121.9	69.8	117.9	1673.5	7.0%	55.7%	16.3%	28.0%
冷酸灵	29297.3	554.0	52.9	526.7	4654.2	11.3%	50.5%	16.0%	33.6%

资料来源: 飞瓜, 浙商证券研究所

图24: 主流牙膏品牌于抖音平台曝光量数据一览(亿次)(2024年全年数据)



资料来源: 飞瓜, 浙商证券研究所

4.3 “医研”快速爆量，看好大单品驱动下线上提速

大单品快速爆量，占抖音平台比例持续提升。2024年登康冷酸灵“医研”系列产品于抖音平台销售额1.69亿元，销售量265.20万件，医研大单品占抖音销售额比例达57.68%，无论是大单品销售额、销售量、大单品占比均位居主流口腔护理品牌前列。因此我们认为公司大单品策略已初具成效。从毛利率角度看，我们预计高客单值的冷酸灵“医研”毛利率较常规产品更优。因此“医研”大单品在抖音销售占比持续提升，也给予公司在抖音平台更多费用投入空间，助力公司在抖音销售持续提速。

大单品均价：从大单品销售均价角度看，“医研”系列产品成交均价为63.7元，在主流口腔护理品牌中仍处于中偏下区间。因此我们认为当前“医研”系列对标竞品仍有性价比优势，在消费者追求“质价比”的环境下仍将充分受益。中长期看，公司大单品均价仍有进一步提升空间。

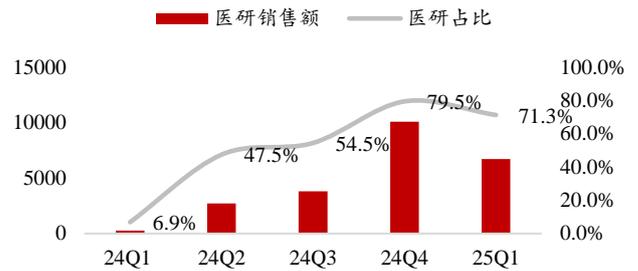
大单品成长潜力：从“医研”系列成长路径来看，于24Q2更换医研包装后实现了快速爆量。24Q2/24Q3/24Q4/25Q1“医研”产品抖音销售占比分别为47.5%、54.5%、79.5%、83.8%。从占比角度看，“医研”单品在抖音进一步提升占比空间有限。然而我们看好公司通过推出新迭代产品，如将产品功效由医研专效抗敏向60秒极速抗敏等延伸，进一步扩大“医研”在抖音平台声量。同时我们预计2025年公司“医研”系列将加速向天猫以及线下复制，推动线下产品结构进一步优化升级。未来公司大单品策略仍有进一步成长潜力。

图25: 主流牙膏品牌大单品销售表现梳理

	销售量(万件)	销售额(亿元)	成交均价(元)	大单品占比
冷酸灵	265.20	1.69	63.7	57.68%
舒适达	26.20	0.17	65.8	20.28%
舒克	125.80	0.90	71.3	30.54%
高露洁	49.00	0.69	141.1	29.14%
佳洁士	115.90	0.44	38.4	67.29%
参半	203.60	1.36	66.8	15.67%
好来	134.10	1.82	135.7	59.89%
云南白药	108.00	0.81	74.8	23.22%

资料来源: 飞瓜, 浙商证券研究所

图26: 冷酸灵医研销售额&销售占比(万元)



资料来源: 飞瓜, 浙商证券研究所
注: 25Q1数据截止至2025年3月16日

5 投资建议&盈利预测

5.1 盈利预测

线下渠道: 我们预计 25-26 年公司线下渠道销量端延续稳健增长表现, 同时受益高客单值单品“医研”系列逐步在线下渠道铺货销售, 价格提升拉动线下渠道整体收入增长提速。具体分渠道看: 1) 经销渠道: 公司经销渠道为公司线下渠道收入主要来源。一方面受益 OTC、美妆店、CVS 便利店、硬折扣店以及其他流通店开拓和渠道下沉拉动销量延续稳健增长, 另一方面加速高客单值新品铺货, 带动产品结构优化升级, 我们预计 24-26 年公司经销渠道收入增速分别+1%、+8%、+5%, 成长提速。2) 直供渠道: 直供渠道主要为大型连锁 KA。近年来全国大型连锁 KA 卖场客流量持续下滑, 受线上渠道及其他新兴渠道的分流较为严重。因此我们预计未来公司直供渠道收入增速持平微增。

线上渠道: 受益大单品“医研”系列在抖音的成功+公司战略聚焦抖音平台, 我们预计 25-26 年公司线上渠道在抖音平台驱动下延续爆发势能。具体分平台来看: 1) 天猫平台: 我们预计延续快速增长表现, 24-26 年增速预计分别为+20%、+25%、+25%; 2) 抖音平台: 伴随公司“医研”大单品产品红利期在抖音进一步兑现, 我们预计公司抖音增速较 2024 年进一步提速。24-26 年增速预计分别为+100%、+120%、+75%。3) 京东平台: 占比相对较低, 线上整体势能向上+低基数下预计增长相对快速。

表6: 登康口腔收入驱动因素拆分(百万元)

分渠道	2023A	2024E	2025E	2026E
整体				
收入	1375.78	1531.52	1940.67	2438.92
YOY	4.76%	11.32%	26.72%	25.67%
线下渠道				
收入	1049.20	1059.15	1140.08	1194.89
YOY	-	1%	8%	5%
其中: 经销渠道				
收入	994.94	1004.89	1085.28	1139.55
YOY	-	1%	8%	5%
其中: 直供渠道				
收入	54.26	54.26	54.80	55.35
YOY	-	0%	1%	1%
线上渠道				
收入	315.97	472.37	800.59	1244.03
YOY	-	50%	69%	55%
其中: 天猫				
收入	110.59	132.71	165.88	207.35
YOY	-	20%	25%	25%
其中: 抖音				
收入	110.59	221.18	486.59	851.54
YOY	-	100%	120%	75%
其中: 京东				
收入	94.79	118.49	148.11	185.14
YOY	-	25%	25%	25%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

备注: 线上天猫/抖音/京东等细分平台数据为假设值

5.2 投资建议

公司为抗敏牙膏领域绝对龙头, 伴随“医研”大单品进入产品红利期, 我们预计公司线上线下成长均有望进一步提速。从远期来看, 公司通过产品持续高端化升级及多元化品类布局, 增长潜力充足。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 15.32/ 19.41/ 24.39 亿元, 同比增长 11.32%/ 26.72%/ 25.67%; 归母净利润 1.61/ 2.05/ 2.46 亿元, 同比增长 14.12%/ 26.85%/ 20.09%, 对应当前市值公司 PE 分别为 43/ 34/ 28X。从可比公司角度看, 云南白药业务多元, 牙膏仅为其中之一。并且参考前文数据, 其牙膏业务近两年成长性趋缓。从增速角度看, 登康口腔业绩成长性相对较优, 给予一定估值溢价。维持“增持”评级。

表7: 可比公司估值(数据截至 2025 年 3 月 17 日)

所属行业	可比公司	总市值(亿元)	净利润(亿元)			净利润同比增速			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
000538.SZ	云南白药	990.62	40.94	45.30	50.03	36.41%	10.67%	10.44%	24.20	21.87	19.80
603059.SH	倍加洁	26.55	0.93	0.90	1.38	-4.93%	-2.72%	53.11%	28.70	29.50	19.27
	平均值								26.45	25.68	19.53
	中位数								26.45	25.68	19.53
001328.SZ	登康口腔	69.83	1.41	1.61	2.05	4.97%	14.12%	26.85%	49.42	43.31	34.14

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 数据截止日期为 2025 年 3 月 17 日; 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期;

6 风险提示

1. 行业竞争加剧: 我国牙膏、牙刷行业目前高度成熟,若后续其他竞争对手促销力度及市场投入,致使行业竞争加剧,或对公司产品市场份额或盈利能力产生较大影响。

2. 新品研发不及预期: 公司目前收入来源主要依托牙膏产品,若后续电动口腔护理、口腔医疗与美容护理等产品的研发进度或市场反响不及预期,或导致公司后续收入增长动能不足。

3. 原材料成本大幅波动: 公司产品的主要原材料为二氧化硅、山梨(糖)醇、十二烷基硫酸钠、香精香料、牙膏管、包装盒等,若原材料成本出现大幅波动,或对公司产品毛利率产生较大扰动。

4. 销量及价格提升不及预期: 公司收入后续增长有望依托产品高端化和新品放量带动“量价齐升”,若未来高端化产品及主推新品销售表现不佳或导致公司产品均价增长或销量增长不及预期,影响公司收入增长。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,584	1,640	1,824	2,134
现金	534	583	639	886
交易性金融资产	794	794	794	794
应收账款	45	52	74	92
其它应收款	2	2	3	3
预付账款	9	10	15	16
存货	189	177	264	301
其他	11	23	34	44
非流动资产	285	378	460	507
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	182	210	217	209
无形资产	16	66	96	111
在建工程	16	31	76	116
其他	71	71	71	71
资产总计	1,869	2,018	2,284	2,641
流动负债	395	384	444	556
短期借款	0	0	0	0
应付款项	150	155	172	234
预收账款	0	0	0	0
其他	245	229	272	322
非流动负债	68	68	68	68
长期借款	0	0	0	0
其他	68	68	68	68
负债合计	464	452	513	625
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	1,405	1,567	1,771	2,017
负债和股东权益	1,869	2,018	2,284	2,641

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	84	158	152	305
净利润	141	161	205	246
折旧摊销	10	22	23	23
财务费用	(7)	0	0	0
投资损失	(3)	(2)	(2)	(3)
营运资金变动	(77)	(23)	(71)	44
其它	18	0	(2)	(4)
投资活动现金流	(717)	(108)	(96)	(59)
资本支出	(44)	(110)	(98)	(62)
长期投资	0	0	0	0
其他	(673)	2	2	3
筹资活动现金流	725	0	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	725	0	0	0
现金净增加额	160	50	56	246

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,376	1,532	1,941	2,439
营业成本	769	779	974	1,212
营业税金及附加	9	10	13	16
营业费用	386	476	605	768
管理费用	67	64	89	123
研发费用	43	55	72	93
财务费用	(17)	(13)	(15)	(16)
资产减值损失	(3)	(4)	(4)	(4)
公允价值变动损益	11	0	0	0
投资净收益	2	2	2	3
其他经营收益	19	21	25	29
营业利润	147	179	227	272
营业外收支	13	4	6	8
利润总额	161	184	233	280
所得税	20	22	28	34
净利润	141	161	205	246
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	141	161	205	246
EBITDA	130	191	237	279
EPS (最新摊薄)	0.82	0.94	1.19	1.43

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	4.76%	11.32%	26.72%	25.67%
营业利润	1.81%	21.54%	26.44%	19.86%
归属母公司净利润	4.97%	14.12%	26.85%	20.09%
获利能力				
毛利率	44.11%	49.11%	49.81%	50.31%
净利率	10.27%	10.53%	10.54%	10.07%
ROE	10.05%	10.29%	11.55%	12.18%
ROIC	7.37%	9.46%	10.61%	11.17%
偿债能力				
资产负债率	24.81%	22.38%	22.45%	23.65%
净负债比率	32.99%	28.84%	28.94%	30.97%
流动比率	4.01	4.28	4.10	3.84
速动比率	3.48	3.73	3.40	3.19
营运能力				
总资产周转率	0.95	0.79	0.90	0.99
应收账款周转率	37.17	42.55	40.29	38.07
应付账款周转率	4.64	5.11	5.96	5.96
每股指标(元)				
每股收益	0.82	0.94	1.19	1.43
每股经营现金	0.49	0.92	0.88	1.77
每股净资产	8.16	9.10	10.29	11.71
估值比率				
P/E	49.42	43.31	34.14	28.43
P/B	4.97	4.46	3.94	3.46
EV/EBITDA	33.28	33.52	26.79	21.82

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>