

# 登康口腔 (001328.SZ)

优于大市

## 产品升级创新叠加渠道变革扩张，口腔护理龙头有望领跑行业

### 核心观点

**抗敏感口腔护理龙头，产品升级渠道扩张推动业绩逆势增长。**公司深耕口腔护理领域三十余年，以冷酸灵品牌为业务核心，在抗敏感牙膏细分领域拥有60%左右市场份额。公司2023年实现营收13.76亿元，四年复合增速达9.9%，归母净利润1.41亿元，四年复合增速达22.3%。目前公司已形成四大业务矩阵，其中成人牙膏产品收入占比约为80%；从渠道结构来看，目前公司仍以线下渠道为主，但近年电商销售收入占比持续上升，2019-2023年收入CAGR达53.1%，2024H1收入占比达22.9%。

**价增驱动行业平稳发展，国货替代趋势持续推进。**口腔护理行业整体相对平稳，预计2023-2028年市场规模CAGR在3%左右，但品类升级空间较大，2023年我国牙膏均价8.8元，与全球15.4元/美国32.3元仍存在一定差距。同时行业集中度较高，2023年CR5市占率达到47.8%，而在产品功效创新，以及电商渠道变革的双重驱动下，新国货品牌正快速抢占份额重塑市场格局，2018-2023年我国口腔行业国货占比由28.2%提升至35.4%。

**大单品升级迭代效果显著，借力新兴渠道快速放量。**1) **产品端：**冷酸灵品牌自成立之初就专注抗敏感赛道，随着消费者口腔抗敏感需求的提升，公司正进入产品周期爆发阶段。公司基于对核心抗敏技术的深耕，推动产品持续迭代升级，以此带动客单价显著提升。当前公司主推医研系列产品单价30+元，远高于此前产品系列，进而助力公司毛利率提升。2) **渠道端，**公司在产品矩阵完善基础上，借助兴趣电商进行线上破圈，驱动业绩快速爆发，据久谦数据，冷酸灵品牌2025年1-2月线上三大平台实现GMV增速105%。同时，公司通过精细化的经销商管控以及差异化品类布局，在行业承压背景下，稳住线下基本盘；3) **多元化布局中，**公司目前已入局儿童口腔、电动牙刷等新兴口腔细分赛道，并在未来有望通过内生外延方式，积极夯实口腔医疗、口腔美容等业务板块，真正完善公司口腔大健康产业的布局。

**盈利预测与投资建议：**整体来看，公司作为抗敏感口腔细分赛道龙头，依托多年研发技术积累持续完善大单品迭代升级，有效提升客单价和盈利水平；同时在稳定线下基本盘的基础上，通过抖音渠道进行营销破圈，强化品牌势能并带动业绩快速增长。基于正文中的假设，我们预计公司2024-2026年实现归母净利润1.65/2.24/2.86亿。综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为47.4-51.9元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,313	1,376	1,521	1,936	2,347
(+/-%)	14.9%	4.8%	10.5%	27.3%	21.2%
净利润(百万元)	135	141	165	224	286
(+/-%)	13.3%	5.0%	16.5%	35.8%	27.9%
每股收益(元)	1.04	0.82	0.96	1.30	1.66
EBIT Margin	8.6%	7.4%	10.3%	11.4%	12.3%
净资产收益率 (ROE)	24.8%	10.1%	11.4%	15.1%	18.6%
市盈率 (PE)	39.0	49.5	42.5	31.3	24.5
EV/EBITDA	46.3	65.2	42.1	30.8	24.1
市净率 (PB)	9.68	4.98	4.86	4.72	4.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·深度报告

#### 美容护理·个护用品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	47.40 - 51.90元
收盘价	37.63元
总市值/流通市值	6479/1620百万元
52周最高价/最低价	43.99/19.70元
近3个月日均成交额	66.38百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

## 内容目录

<b>公司概况：抗敏感口腔护理领域龙头</b>	<b>5</b>
历史沿革：持续三十多年深耕口腔清洁护理行业	5
重庆市国资委为公司实际控制人，管理层市场化经营经验丰富	6
公司财务数据：业绩持续稳健增长	7
<b>行业介绍：品类持续升级，国货替代趋势显著</b>	<b>10</b>
行业现状：口腔护理行业规模实现快速增长，新品类发展迅速	10
行业特点：目前行业正呈现明显的品类升级特征	12
行业竞争格局：竞争格局基本稳定，本土品牌优势显著	13
<b>公司产品优势：大单品产品升级效果显著</b>	<b>16</b>
明确功效定位：30 余年专注“抗敏”赛道，建立深厚消费者心智	16
研发抓手：每一款大单品系列的基础是技术领域的突破	18
产品迭代与系列化：从“专研”到“医研”系列	20
<b>公司渠道优势：借力新兴平台实现爆发增长</b>	<b>22</b>
线上破局：兴趣电商破圈，平台电商并进	22
线下稳进：区域扩张持续进行	25
<b>多元化扩张优势：加快布局口腔大健康产业</b>	<b>26</b>
口腔护理：依托创新能力持续布局其他口腔细分赛道	26
口腔大健康：积极推进口腔医疗、口腔美容服务产业延伸	28
<b>盈利预测与投资建议</b>	<b>30</b>
假设前提	30
盈利预测的敏感性分析	32
<b>估值与投资建议</b>	<b>33</b>
绝对估值：43.4-65.8 元/股	33
相对估值：45.4-49.3 元/股	34
投资建议	35
<b>风险提示</b>	<b>36</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 登康口腔发展历史沿革	5
图 2: 公司股权结构 (完成收购后)	6
图 3: 公司营收及其增速 (亿元、%)	7
图 4: 公司归母净利润及其增速 (亿元、%)	7
图 5: 公司营收按品类拆分 (亿元)	8
图 6: 公司各品类毛利率	8
图 7: 公司营收按渠道拆分 (亿元)	8
图 8: 公司各渠道毛利率	8
图 9: 公司营收按区域拆分 (亿元)	9
图 10: 公司经销商区域分布情况 (单位: 家)	9
图 11: 公司毛利率及净利率	9
图 12: 公司费用率情况	9
图 13: 公司存货及应收账款周转天数	10
图 14: 公司现金流情况	10
图 15: 我国口腔护理整体市场规模及增速	10
图 16: 我国口腔护理整体市场量价拆分	11
图 17: 海外市场均价对比 (元)	11
图 18: 分品类我国口腔清洁护理拆分	11
图 19: 分功效我国口腔清洁护理拆分	11
图 20: 2017-2023 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额	12
图 21: 2021-2023 年冷酸灵抗敏感牙膏线下销售额占比	12
图 22: 目前不同国内牙膏品牌的定位差异	13
图 23: 2018-2023 年各国国货品牌占比	14
图 24: 2018-2023 年 CR5 占比情况	14
图 25: 2022-2024H1 我国牙刷线下产品功效结构占比及变化	15
图 26: 登康口腔冷酸灵品牌大单品逻辑	16
图 27: 冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市场销售额占比情况	17
图 28: 抗敏需求人群占比不断增加	18
图 29: 抗敏感功效市场占比提升	18
图 30: 公司的研发费用率	19
图 31: 公司的重要抗敏技术的迭代	20
图 32: 公司单价未来仍有提升空间	20
图 33: 公司毛利率持续提升	20
图 34: 口腔产业线上化程度情况	22
图 35: 冷酸灵线上三大平台销售额及增速	23
图 36: 公司抖音 GMV 及增速	24
图 37: 医研系列抖音渠道销售占比	24

图 38: 公司天猫渠道销售额及增速 .....	24
图 39: 可比公司应收账款周转天数 .....	25
图 40: 公司收入分区域占比 .....	25
图 41: 公司的口腔大健康战略规划 .....	26
图 42: 公司儿童牙膏收入变化 .....	27
图 43: 公司儿童牙刷业务布局情况 .....	27
图 44: 国内线下市场的牙刷品牌市场份额变化 .....	27
图 45: 国内电动牙刷零售额变化 .....	28
表 1: 公司部分董事会成员及核心成员履历 .....	7
表 2: 2018-2023 年口腔护理市场分渠道销售占比 .....	12
表 3: 2018-2023 年中国口腔清洁护理行业前十大竞争格局 .....	13
表 4: 牙膏行业主要市场参与者 .....	15
表 5: 公司产品系列化发展 .....	21
表 6: 电动牙刷专利储备 .....	28
表 7: 公司口腔器械类产品布局 .....	29
表 8: 盈利预测拆分 .....	31
表 9: 未来 3 年盈利预测表 .....	32
表 10: 盈利预测的敏感性分析 .....	32
表 11: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	33
表 12: 资本成本假设 .....	33
表 13: 可比公司财务数据 .....	35
表 14: 可比公司盈利预测及估值情况 .....	35

## 公司概况：抗敏感口腔护理领域龙头

公司为国内口腔护理行业龙头，依托抗敏感牙膏“冷酸灵”而深受消费者熟知。

**分品牌来看**，公司旗下拥有口腔护理知名品牌“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”等。其中，核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分领域拥有60%左右的市场份额，是中国抗敏感牙膏市场的领导品牌。

**分产品来看**，公司围绕口腔护理构建了以成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、口腔医疗与美容护理产品、电动口腔护理产品四大类产品矩阵，其中成人基础口腔护理为公司主要收入来源，近3年收入占比均在90%左右，产品约为80%成人牙膏+10%成人牙刷，成人牙膏以冷酸灵为核心。

**分渠道来看**，公司构建了以经销模式、直供模式与电商模式为主的营销网络体系。其中采用经销模式覆盖的终端渠道有部分KA渠道（包括连锁大卖场及连锁商超渠道）、分销渠道（包括中小型超市、社区店、日杂店等）、新零售以及特通渠道（包括母婴店等）；采用直供模式覆盖部分KA渠道及团购客户。其中经销模式是公司收入的主要来源，近三年以来经销渠道的销售收入都保持在70%以上。

## 历史沿革：持续三十多年深耕口腔清洁护理行业

公司的发展历程可追溯到1939年的大来化学制胰厂；1964年经中国轻工部批准成立为西南地区定点的第一家专业牙膏厂“重庆江北牙膏厂”，后更名为“重庆牙膏厂”；1987年，冷酸灵脱敏牙膏正式上市，标志着“冷酸灵”的诞生；2001年12月，通过股份制改造，正式挂牌成立了重庆登康口腔护理用品股份有限公司；2021年4月，登康口腔成功获得第二类医疗器械生产许可证，标志着公司正式具备了自主生产牙齿脱敏剂的资质与能力；2023年，公司正式上市。

图1：登康口腔发展历史沿革



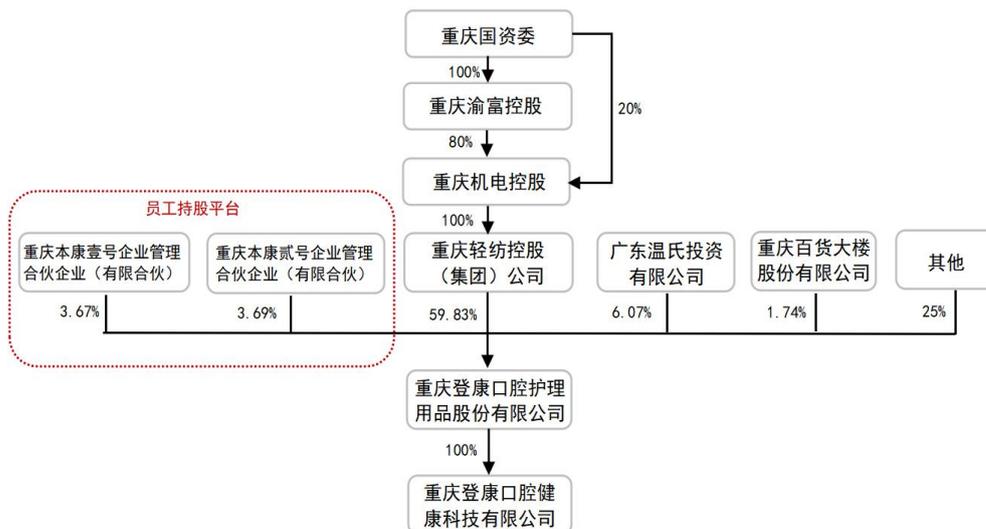
资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

## 重庆市国资委为公司实际控制人，管理层市场化经营经验丰富

截至 2025 年 3 月，轻纺集团直接持股比例为 59.83%，为公司的控股股东；重庆市国资委通过直接或间接的方式 100%控制轻纺集团，为公司实际控制人。

2025 年 3 月公司发出公告，重庆渝富控股拟将重庆轻纺 80%股权无偿划转给公司间接控股股东重庆机电。同时，重庆市国资委拟将所持轻纺集团 20%股权无偿划转给机电集团。本次变动完成后，机电集团变为直接持有轻纺集团 100%股权，不涉及公司表决权的变动，不会导致登康口腔控股股东和实际控制人发生变化。登康口腔的控股股东仍为轻纺集团，实际控制人仍为重庆市国资委。

图2：公司股权结构（完成收购后）



资料来源：天眼查、公司公告、国信证券经济研究所整理

**管理层经验丰富：**公司虽为国企，但内部管理机制市场化程度较高，且核心管理层经验丰富。公司管理层及核心人员大多于登康口腔任职多年，一路伴随公司成长，其中董事长邓总在口腔行业内有着近 40 年的从业经验，对行业发展趋势有独到的见解和洞察力，在企业战略制定方面始终能够把握行业发展趋势。公司其他核心管理团队在营销、研发、生产制造等多个领域拥有丰富经验，为公司平均工作年限超过 20 年。

表1: 公司部分董事会成员及核心成员履历

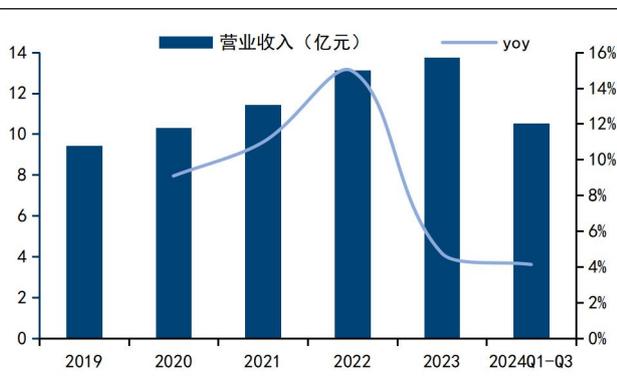
姓名	职务	履历
邓嵘	董事长	1984年加入登康口腔前身“重庆牙膏厂”，1984年12月至2001年12月历任制管车间员工、销售科销售员、销售科科长、副厂长、党委委员；2001年12月至2005年4月，历任登康口腔党委委员、副总经理、纪委书记、工会主席；2005年4月至2007年5月，任登康口腔党委委员、副总经理；2007年5月至2012年8月，任登康口腔党委委员、总经理；2012年8月至2016年12月，任登康口腔党委书记、董事长、总经理；2016年12月至今，任登康口腔党委书记、董事长。
赵丰硕	董事、总经理	1996年7月至2001年12月，任重庆牙膏厂销售科销售员；2002年1月至2012年11月，历任登康口腔营销部副经理、经理、副部长、总经理助理兼营销部部长、党委委员；2012年11月至2016年6月，任登康口腔党委委员、副总经理；2016年6月至2016年12月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2016年12月至2018年9月，任登康口腔党委委员、董事、总经理；2018年9月至今，任登康口腔党委副书记、董事、总经理。
王青杰	董事、财务总监	2002年6月至2016年9月，历任登康口腔财务部科员、财务部会计科副科长、董事会秘书、财务部副部长、财务部部长；2016年9月至2018年4月，任登康口腔党委委员、财务部长、董事会秘书；2018年4月至2018年6月，任登康口腔党委委员、财务总监、董事会秘书；2018年6月至2018年11月，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、董事会秘书；2018年11月至2021年11月，任登康口腔党委委员、董事、财务总监；2021年11月至今，任登康口腔党委委员、董事、财务总监、工会主席。
许杰	董事	西南政法大学法律硕士，加入本公司前，曾任重庆万诚律师事务所高级合伙人、北京盈科（重庆）律师事务所高级合伙人；2022年1月至今，任轻纺集团总法律顾问；2022年3月至今，任登康口腔董事。
邓全富	副总经理	1998年7月至2001年12月，任重庆牙膏厂销售科销售员；2001年12月至2018年11月，历任登康口腔营销部销售员、市场科副科长、市场科科长、营销部副部长、销售部部长、总经理助理、党委委员；2018年11月至2019年6月，任登康口腔党委委员、副总经理；2019年6月至2020年2月，任登康口腔党委委员、董事、副总经理；2020年2月至今，任登康口腔党委委员、副总经理。2021年8月至今，任登康口腔党委委员、副总经理，重庆登康口腔健康科技有限公司执行董事。
杨祥思	董事会秘书	2009年6月加入登康口腔，2009年6月至2018年11月，历任主任科员、总经理办公室主任助理、企业管理部副部长、企业管理部部长、投资规划部/董事会办公室部长；2018年11月至2024年2月，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；2024年2月至今，任登康口腔董事会秘书、战略发展总监、投资规划部/董事会办公室/证券部部长。

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

## 公司财务数据：业绩持续稳健增长

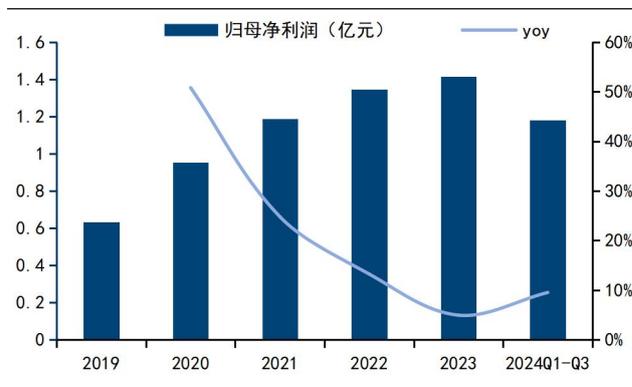
公司业绩在行业整体增速平淡下实现了稳健增长。一方面依托产品升级带动量价齐升，另一方面在依托庞大的线下经销渠道网络维持线下基本盘的稳固，叠加线上渠道持续发力，带动公司收入从2019年的9.44亿元，增加至2023年的13.76亿元，CAGR达9.9%，而归母净利在产品更高盈利水平下实现更快增速，2019-2023年CAGR达22.3%，同时2024年维持相同趋势，前三季度收入和归母净利润分别实现增速4.12%/9.54%。

图3: 公司营收及其增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润及其增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**分品类：**成人基础口腔护理为公司主要收入来源，2019年以来占比均保持89%以上；另一方面，公司其他业务持续发力，电动牙刷/口腔医疗美容的2019-2023

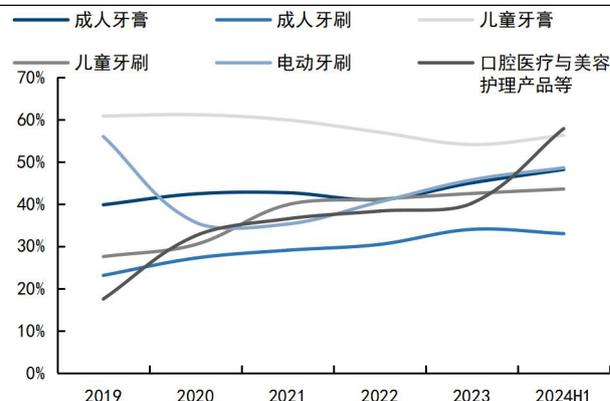
年营收 CAGR 分别为 54.4%/214.1%，带动 2024H1 收入占比分别达 0.7%/1.9%。从毛利率来看，除儿童牙膏由于竞争加剧有所下降，其他品类毛利率整体呈现上升趋势，同时儿童产品毛利率高于成人类约 10pct，牙膏类毛利率高于牙刷类 10-15pct。

图5: 公司营收按品类拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司各品类毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理, 注: 儿童牙膏、儿童牙刷、电动牙刷、口腔美容公司未披露 2022 年毛利率, 因此采用 2021、2023 年均值进行预估

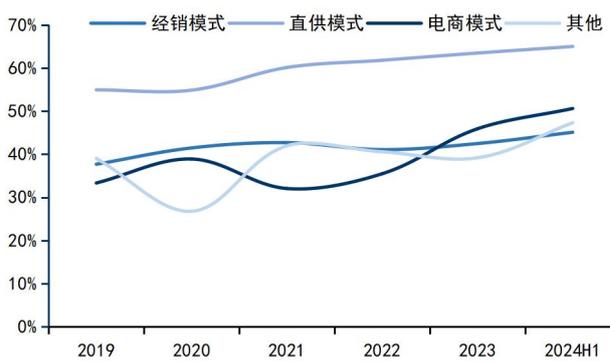
**分渠道:** 目前公司仍以线下渠道为主, 经销模式是公司收入的主要来源, 自 2019 年以来占比逐渐下滑但仍均在 70%以上, 但随着由线下转为线上消费的趋势加速, 同时公司加大发力线上业务, 电商销售收入占比则持续上升, 由 2019 年 6.1%增加到 2024H1 的 22.9%, 2019-2023 年收入 CAGR 达 53.1%。从毛利率角度来看, 直供模式毛利率一直保持较高水平, 同时随着产品升级各渠道毛利率均处于提升态势, 以销售高客单价的电商渠道提升尤为显著, 2024H1 电商模式毛利率达 50.6%, 较 2019 年提升 17.3pct, 并已在 2023 年实现经销模式毛利率的反超。

图7: 公司营收按渠道拆分 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

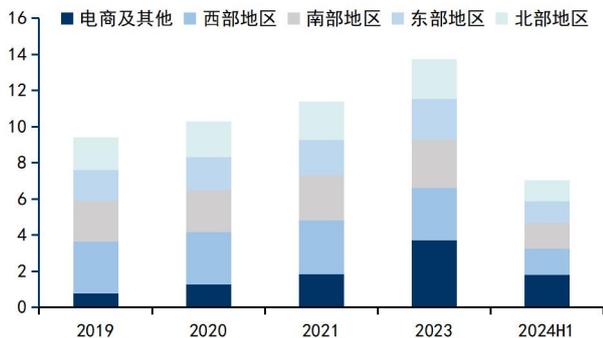
图8: 公司各渠道毛利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理, 注: 直供模式和其他公司未披露 2022 年毛利率, 因此采用 2021、2023 年均值进行预估

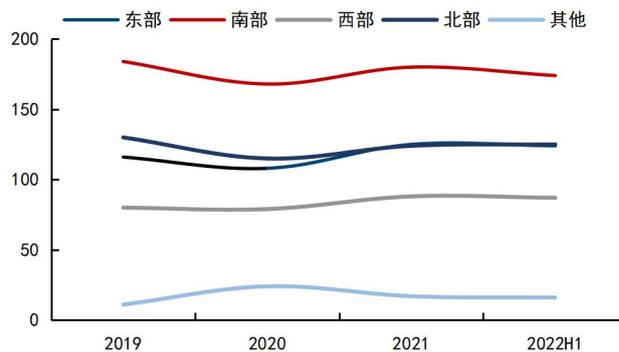
**分区域:** 公司根据地域将全国划分为东南西北四个大区, 公司销售收入在各大区域间的分布基本均衡, 其中西部地区和南部地区的收入占比相对较高, 这与登康口腔发源于西南地区存在一定的关系。在经销商数量分布上, 公司南部地区的经销商数量占比相对较高, 西部地区经销商数量占比相对较低, 截止 2022H1, 东部地区有 124 家, 南部地区有 174 家, 西部地区有 87 家, 北部地区有 125 家。

图9：公司营收按区域拆分（亿元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

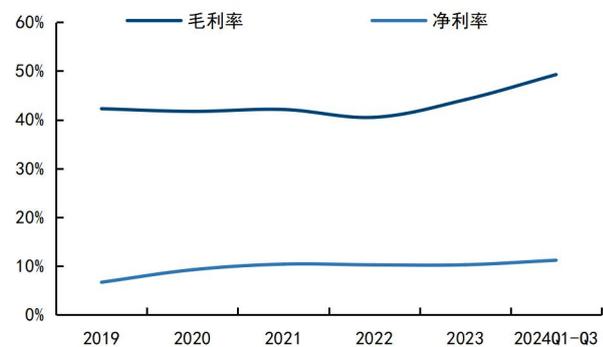
图10：公司经销商区域分布情况（单位：家）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

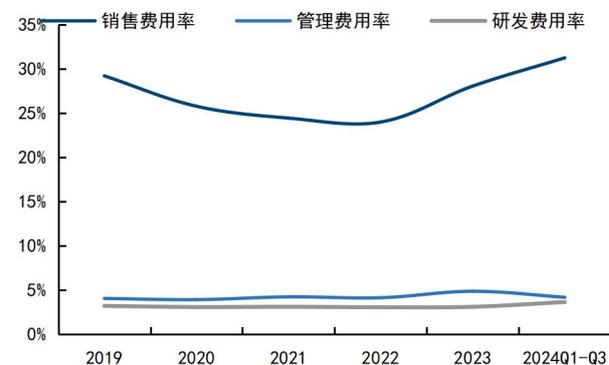
**盈利能力方面**，在 2022 年之前公司毛利率基本稳定在 42%左右，2022 年由于疫情影响毛利率同比下滑 1.6pct；2023 年后由于产品升级叠加高毛利电商渠道加速放量，带动整体毛利率持续上行，2024Q1-Q3 毛利率达 49.3%/yoy+5.1pct；净利率呈现持续提升，但幅度小于毛利率幅度，主要由于线上渠道销售费用率较高。2024Q1-Q3 净利率为 11.2%/yoy+0.6pct。**费用率方面**，随着线上渠道占比持续提升，在高费率以及加大营销投放下，销售费用率自 2022 年以来呈现持续提升态势，2024Q1-Q3 提升至 31.3%/yoy+5.5pct，管理费用率和研发费用率基本保持稳定，2024Q1-Q3 分别为 4.2%/3.6%。

图11：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

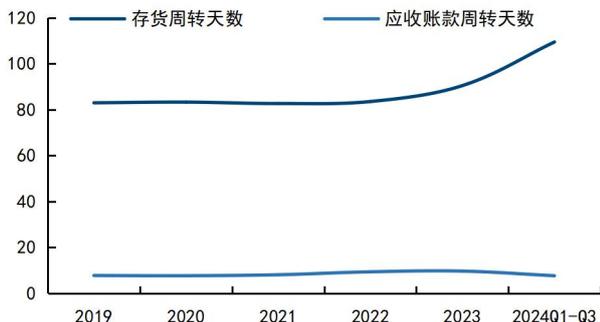
图12：公司费用率情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

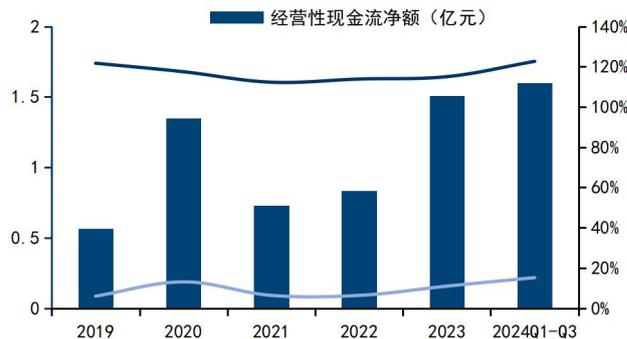
**营运及现金流方面**，自 2019 年以来公司营运能力十分稳定，应收周转天数一直小于 10 天，2024Q1-Q3 公司存货周转天数提升 10 天主要由于为大促备货；**现金流方面**，公司经营性现金流净额整体较为稳定。主要随公司收入水平变化而变化。

图13: 公司存货及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 公司现金流情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 行业介绍: 品类持续升级, 国货替代趋势显著

### 行业现状: 口腔护理行业规模实现快速增长, 新品类发展迅速

**口腔护理行业进入平稳增长期。**据欧睿数据, 口腔护理行业增速在 2019 年之前在 10% 左右, 受疫情影响 2020-2022 年整体增速有所下降, 2023 年之后进入平稳增长阶段, 2023 年国内市场规模达 491.5 亿元, 后续预计以 3% 复合增长率增长至 2028 年的 569.4 亿。

图15: 我国口腔护理整体市场规模及增速



资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

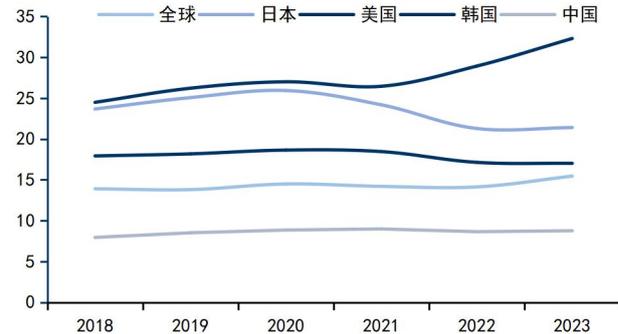
**未来行业增长逐步由量价齐增向价增过渡。**口腔护理零售量自 2015 年以来保持中低个位数稳健增长, 受疫情影响 2022 年有所下滑, 2023 年之后增速保持在 1% 以下, 行业的零售额增长逐步由量价齐增向价增过渡。从零售均价看, 2023 年我国牙膏均价 8.8 元, 与全球牙膏 15.4 元存在一定差距, 美国市场产品均价更是达到 32.3 元, 为我国的 3.7 倍。

图16: 我国口腔护理整体市场量价拆分



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图17: 海外市场均价对比（元）

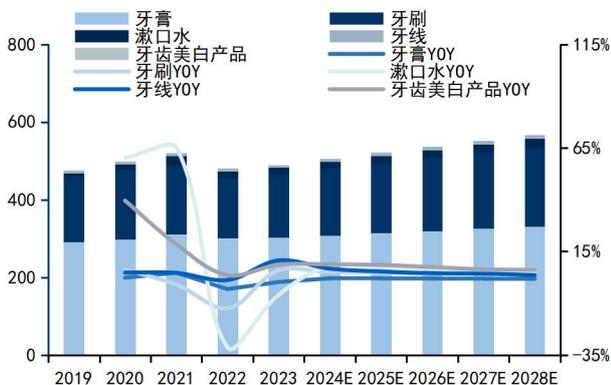


资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

分品类来看，牙膏和牙刷仍是口腔清洁护理市场的主要品类。根据欧睿数据2023年国内牙膏和牙刷分别占比60.9%/34.0%，近5年占比变化较小。从增速来看，两大品类2023年基本持平，牙膏/牙刷2023-2028年CAGR预计1.83%/4.4%。

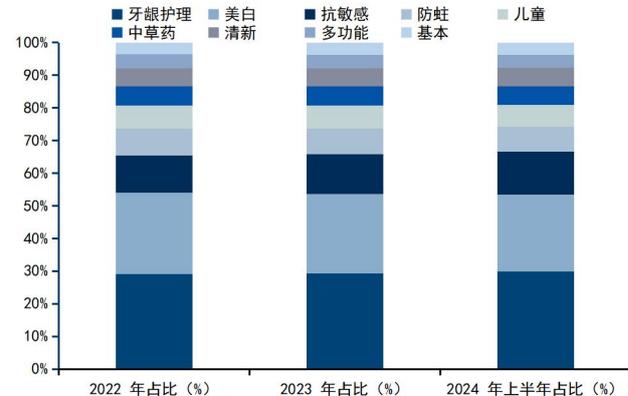
口腔清洁护理市场新品类发展迅速。根据欧睿数据，2018-2023年漱口水/牙齿美白产品的市场规模CAGR分别为17.1%/17.6%，后续2023-2028E也预计以6.6%/7.4%的复合增速持续领涨口腔品类。我国口腔清洁护理用品在市场多样化、个性化、智能化发展上呈现出良好的成长潜力。

图18: 分品类我国口腔清洁护理拆分



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图19: 分功效我国口腔清洁护理拆分



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

分功效来看，牙龈护理、美白和抗敏感类牙膏仍是消费者购买的主要品类，2024H1年牙膏线下市场份额占比分别为28.99%、22.95%和12.71%。但同时我们发现近些年消费者对于牙膏功效偏好有所改变，如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。

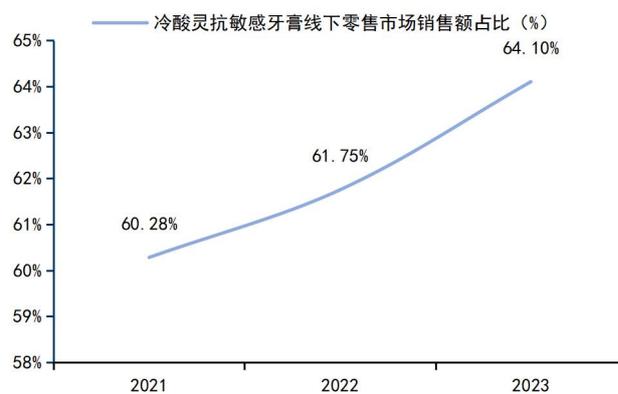
具体到抗敏感功效来看，根据尼尔森零售研究数据显示，2023年我国线下渠道抗敏感牙膏的市场零售规模达25.62亿元，同比下降2.62%，成为牙膏品类中第三大线下细分市场，市场份额占比达到11.70%。而“冷酸灵”品牌是其中领导品牌，根据尼尔森零售研究数据显示，2021-2023年，“冷酸灵”在抗敏感细分领域的线下零售市场份额占比分别为60.28%、61.75%和64.10%，占据领导地位。

图20: 2017-2023 年抗敏感牙膏线下市场规模及份额



资料来源: 公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

图21: 2021-2023 年冷酸灵抗敏感牙膏线下销售额占比



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

分渠道来看，目前我国仍以线下渠道为主，但线下渠道增长强劲。自2018年以来销售占比均在55%以上，但由于国内消费习惯改变，叠加线下渠道竞争压力大，整体呈现下滑趋势，2018-2023年CAGR为-1.3%，其中商超渠道压力更甚。而线上渠道近些年快速提升，从2018年的28.2%提升至2023年的41.8%，CAGR为11.2%。相较于线下渠道，电商已成为口腔护理行业的红利渠道，成长性十分突出。

表2: 2018-2023 年口腔护理市场分渠道销售占比

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
线下零售	71.8%	66.4%	63.0%	62.2%	61.4%	58.2%
食品杂货零售商	55.8%	51.2%	48.9%	48.6%	48.3%	45.4%
便利零售商	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
超市	9.5%	8.7%	8.3%	8.2%	8.1%	7.8%
大卖场	40.9%	37.3%	35.7%	35.4%	35.3%	32.7%
本地小型杂货店	3.4%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
非食品杂货零售商	13.1%	12.9%	12.0%	11.6%	11.2%	11.0%
综合百货商店	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
健康与美容专卖店	10.1%	10.0%	9.2%	8.9%	8.6%	8.5%
其他非食品杂货零售商	2.5%	2.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.2%
直销	3.0%	2.3%	2.1%	1.9%	1.9%	1.8%
电商零售	28.2%	33.6%	37.0%	37.8%	38.6%	41.8%

资料来源: 欧睿、国信证券经济研究所整理

### 行业特点：目前行业正呈现明显的品类升级特征

抖音渠道目前销售额排名前列的都是价位段在中高端品牌，呈现出一种“越贵越好卖的”特点。消费升级这一趋势在牙膏产品中仍在兑现。伴随中国经济的迅猛发展，中国消费者所面临的营销水平、制造业水平发展速度，远超国际品牌冗长组织的反应速度。当防蛀/美白已经成为同质化功能时，中国用户诉求更具个性的细分产品，同时更有效率的获客渠道也国内层出不穷，这些都给国产品牌弯道超车的机会。

1) 产品升级：本身牙膏市场作为较为成熟的日化赛道，已经有着成熟的消费者需求，但同时产品端却也有多年没有实质的迭代创新。随着人们对口腔护理产品基本品质的满足，中国消费者尤其是年轻人对产品变得越发挑剔，开始追捧更能满足自己细分需求的产品，以及既有高质量又有个性化的品牌。部分传统外资品牌

在新兴消费人群中开始显得陈旧平庸。国产品牌产品迭代相对灵活，且更能够针对中国消费者的特点，作出差异化的功效产品。

2) 渠道迭代：国际品牌一直以传统的大 KA 卖场销售为主，且与这些大卖场渠道有着深厚的绑定，如宝洁与沃尔玛；但当前国内的渠道快速，特别是随着社交电商的崛起，促使种草属性较强的功能性口腔护理行业得到快速发展。通过内容教育、功效源力等内容营销手段实现销售效果的最大化。国货品牌对于渠道营销的玩法变迁相对而言更具备敏锐度，往往在这一过程中能够抢占先机。

图22：目前不同国内牙膏品牌的定位差异



资料来源：尼尔森数据、各公司官网、国信证券经济研究所整理

## 行业竞争格局：竞争格局基本稳定，本土品牌优势显著

我国口腔护理行业头部效应显著。根据欧睿数据，2023 年口腔护理行业按全渠道零售额计，CR5/CR10 市场份额合计达 47.8%/64.8%，其中，云南白药 (13.2%)、舒克 (6.9%)、登康口腔 (4.7%) 等本土头部企业增速远超外资头部企业。

表3：2018-2023 年中国口腔清洁护理行业前十大竞争格局

品牌	公司	2018	2019	2020	2021	2022	2023
云南白药	云南白药集团股份有限公司	11.2%	10.8%	11.9%	12.6%	13.5%	13.2%
黑人	高露洁 - 棕榄公司	12.5%	11.6%	11.4%	11.2%	11.8%	10.6%
佳洁士	宝洁公司	10.7%	9.7%	9.4%	8.9%	9.1%	8.6%
高露洁	高露洁 - 棕榄公司	10.7%	9.2%	9%	8.7%	9%	8.5%
舒客	广州薇美姿个人护理用品有限公司	7.8%	7.7%	7.2%	7.3%	7.2%	6.9%
冷酸灵	登康口腔护理用品股份有限公司	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.7%	4.7%
usmile	广州皓醒湾科技有限公司	0.5%	1%	1.8%	2.7%	2.3%	3.8%
飞利浦	皇家飞利浦有限公司	3.6%	4.5%	4.2%	4.1%	4.1%	3.6%
欧乐 - B	宝洁公司	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	2.5%	2.5%
舒适达	赫力昂公司	-	-	-	-	2.3%	2.4%
CR5		52.9%	49%	48.9%	48.7%	50.6%	47.8%
CR10		62.8%	60.6%	61.4%	62.3%	66.5%	64.8%

资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

对标海外来看，我们发现成熟市场头部集中效应会更加显著，2023 年发达国家如韩国的口腔护理行业 CR5/CR10 占比 53.4%/70.9%，美国占比 65.2%/77.3%，前五

大头部公司占比集中，表现出较强的头部效应，相对而言我国市场头部集中度仍有提升空间。

**国货崛起，中国牙膏国货持续抢占外资份额，但仍有上升空间。**消费市场的国货替代浪潮逐渐兴起，以及本土品牌表现出比外资品牌更强的抗风险能力，本土品牌通过产品结构的持续升级、渠道运作的持续精耕、风险应对的快速响应等，持续提升市场份额。据欧睿数据，2018-2023 年间，在我国前十大口腔护理头部公司中，国产品牌公司的市场占比自 23% 提升 28.6%，主要抢占了以黑人、佳洁士、高露洁为代表的外资品牌的份额。

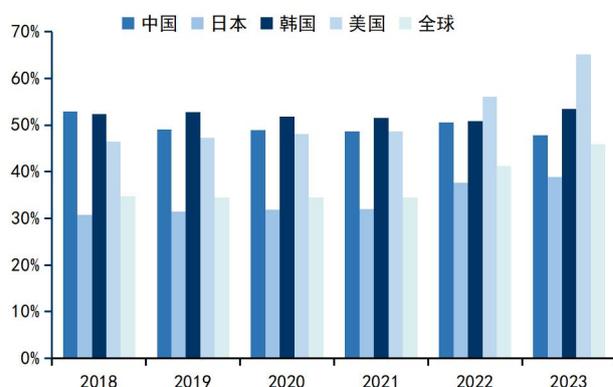
对标海外，从日本、韩国、美国 2023 年口腔护理份额看，本土品牌均稳定占据行业头部，占比分别为 60.78%/48.28%/62.79%，较 2018 年基本持平。随着我国民族品牌持续强势崛起，预计未来我国牙膏市场也将逐步向“以国货为主导”转变。

图23: 2018-2023 年各国国货品牌占比



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

图24: 2018-2023 年 CR5 占比情况



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

**牙膏头部效应显著**，根据尼尔森零售数据，2023 年牙膏产品按全渠道零售额计，前十厂商线下市场份额合计达 80.58%，登康口腔等前四厂商市场份额达 60.18%，头部效应日趋显著。其中，云南白药、登康口腔等本土头部企业份额增长远高于外资头部企业，前十品牌中本土品牌市场份额占比超过 40%。

**登康口腔在线下销售渠道中行业排名升至第三、本土品牌第二。**在口腔护理用品中，牙膏是最大的品类，根据尼尔森零售研究数据，2024 年上半年牙膏线下零售市场规模为 107.72 亿元，其中前四大厂商合计占有超过 60% 的市场份额。2024 年上半年，公司牙膏业务规模持续稳健增长，作为口腔护理市场的主战场，登康口腔在线下销售渠道中，牙膏产品的零售额市场份额占比为 8.57%，行业排名升至第三、本土品牌第二。

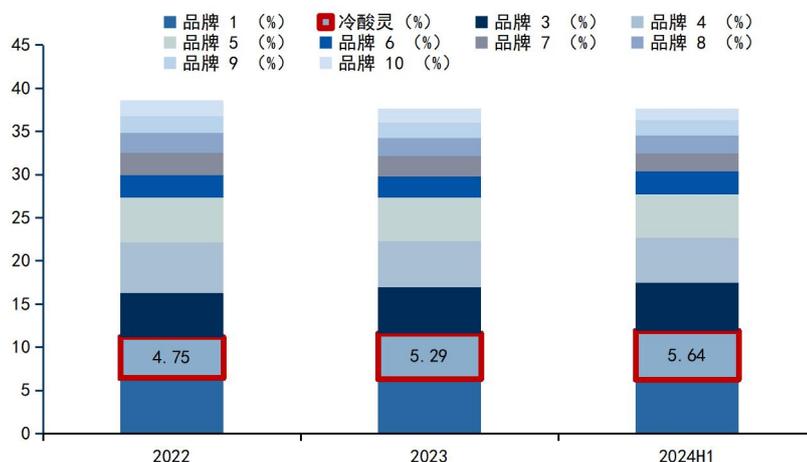
表4: 牙膏行业主要市场参与者

公司	品牌	简要介绍	2024H1 年线下渠道销售额占比
云南白药	云南白药	成立于 1993 年, 是我国知名中成药生产企业, 云南白药牙膏占据我国牙膏行业市场份额第一	25.13%
好来化工	DARLIE	成立于 1995 年, 为外资投资企业, 主要从事口腔清洁护理用品的生产和销售	18.05%
登康口腔	冷酸灵	核心品牌“冷酸灵”在抗敏感牙膏细分领域拥有 60%左右的市场份额, 是中国抗敏感牙膏市场的领导品牌	8.57%
宝洁	佳洁士	美国日用消费品公司, 其中旗下“佳洁士”主打防蛀功能	8.54%
薇美姿	舒客	成立于 2014 年, 旗下拥有口腔清洁护理品牌舒客 (Saky) 和舒客宝贝	5.17%
高露洁棕榄	高露洁	美国日用消费品公司。进入中国市场后陆续推出“高露洁”牙膏、牙刷、漱口水等产品	5.02%
联合利华	中华	欧洲消费品公司, 1994 年成立了上海联合利华有限公司, 正式进入中国市场, 并取得了中华牙膏的品牌经营权	3.47%
葛兰素史克	舒适达	总部位于英国布伦特福德, 是一家药品及保健品生产企业。旗下牙膏品牌舒适达于 2008 年正式进入中国市场	2.73%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

牙刷行业集中度相对较低, 竞争更为激烈。其中 2023 年牙刷市场整体销售规模 88.57 亿元, 同比下滑 2.60%, 其中线下牙刷市场规模 71.62 亿元且跌幅持续收窄, 线上牙刷市场保持 1.33% 增长。冷酸灵品牌牙刷 2024H1 线下零售额位居行业第二、本土品牌第二。根据尼尔森零售研究数据, 2024 年上半年冷酸灵品牌牙刷线下市场零售额份额占比提升至 5.64%, 位居行业第二、本土品牌第二。公司充分利用品牌优势和渠道营销优势, 抓住牙刷品类对创新与颜值的需求契机, 持续提升市场占有率。

图25: 2022-2024H1 我国牙刷线下产品功效结构占比及变化



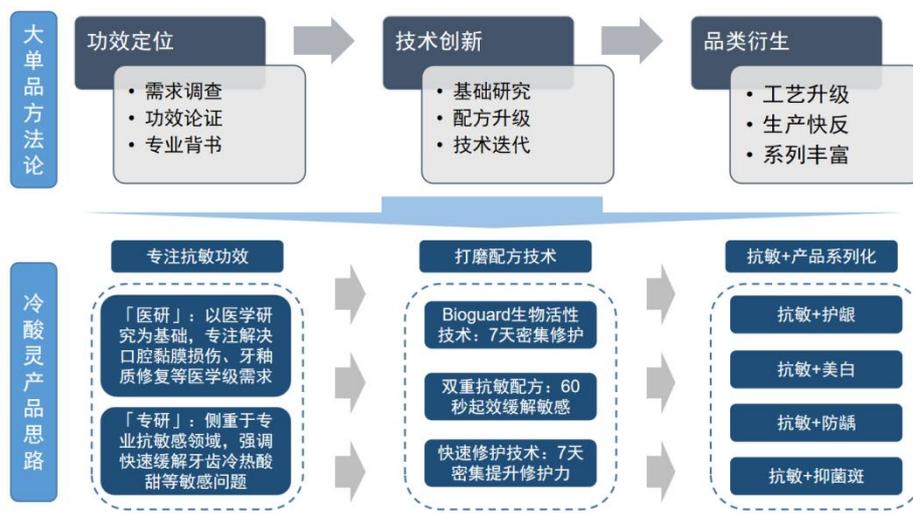
资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

## 公司产品优势：大单品产品升级效果显著

我们认为所有消费品牌在进行大单品推新的过程本质上也是在由浅而深的回答消费者三个问题的过程：1) 这款产品能够帮助解决什么样的痛点和问题？2) 为什么是这款产品可以解决这些问题, 有何与众不同？3) 前两个问题得到满意答案后, 那还有什么更好的产品可以提供给我？

基于这个认知, 我们早在 2022 年的专题报告《从量变到质变, 共启美妆产品大时代》中就提出了日化大单品打造的三板斧理论：1) 明确功效定位（解决什么问题？）；2) 独家原料技术抓手（为何选你？）；3) 品类系列化的衍生和升级（还能提供什么？）。而这一理论也在冷酸灵品牌的大单品打造过程中得到充分诠释：

图 26: 登康口腔冷酸灵品牌大单品逻辑



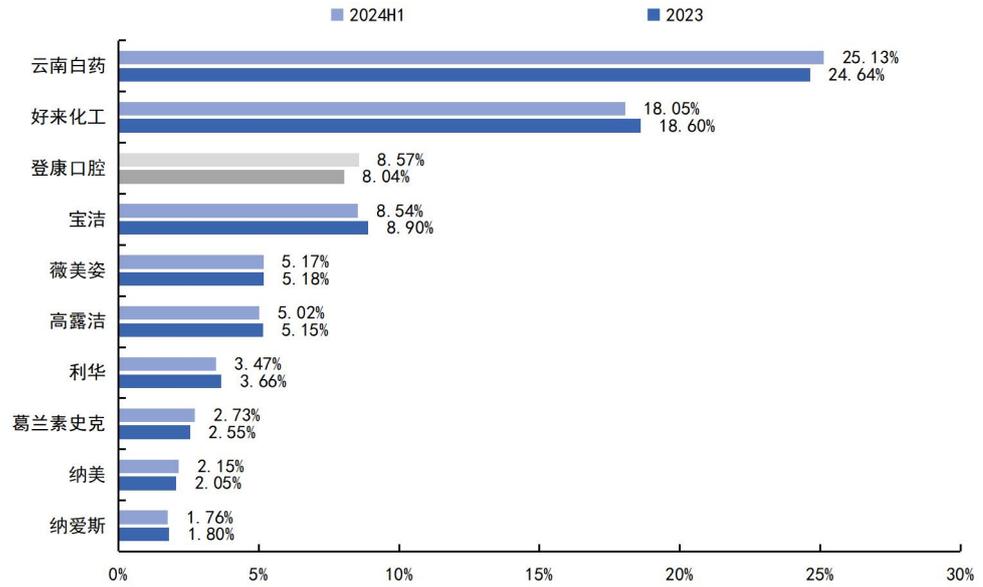
资料来源：国信证券经济研究所整理

具体来看, 冷酸灵品牌首先差异化的定位与聚焦与抗敏感这一细分功效赛道上, 通过三十多年的品牌深耕, 建立了深厚的消费者心智, 在这一基础上, 通过抗敏研发技术的迭代, 顺势推出新的大单品系列, 并进行品类系列化扩展, 最终实现了客单价乃至毛利率的稳步提升。

### 明确功效定位：30 余年专注“抗敏”赛道，建立深厚消费者心智

冷酸灵品牌成立于 1987 年, 在成立之初就聚焦于“抗敏感”这一细分赛道。公司通过“冷热酸甜, 想吃就吃”——这句经典的广告语, 通俗易懂地强化了冷酸灵在抗牙齿敏感领域的功能优势。同时在品牌运营的三十余年时间中, 不断强化这一品牌认知, 将“抗敏感”标签已深入消费者心智。最终夯实和公司在这一细分领域的龙头地位, 根据尼尔森数据, 更是在目前抗敏赛道线下市占率达到 60%。

图27：冷酸灵抗敏感牙膏线下零售市场销售额占比情况



资料来源：尼尔森零售数据、国信证券经济研究所整理

从抗敏感产品需求角度来看，其也正在进入产品周期的爆发阶段：如前文所述，牙膏产品传统意义上的功能主要为美白、防蛀等，但这些功效经过多年的教育，已经成为了品类基础功效，不再具备成为塑造品牌的差异化竞争的能力要求，而同时随着消费者生活水平的提高，饮食结构的丰富，也带来了口腔问题越发复杂化，口腔细分功效需求不断出现。

而牙本质敏感，是牙齿在受到外界刺激，如温度(冷、热)、化学物质(酸、甜)以及机械作用(摩擦或咬硬物)等所引起的酸痛症状，其特点为发作迅速、疼痛尖锐、时间短暂。

### 1) 功效时代，消费对于能够解决实际问题的产品付费意愿强

虽然当前在多因素影响下，居民消费力有所承压，但我国消费者过去多年随着收入水平提升下所培养的消费习惯，使其对于好的产品以及好的服务追求并没有改变，只是在有限的支出下会更加精挑细选满足自我需求的产品和更解决实际痛点的服务，寻找消费最优解。

牙膏产品作为件单价低且刚需中频的消费品，实际上在消费日常生活中所占用的支出是极低的，因此升级提价的门槛并不高，核心还是在于：是否有能够让消费者愿意为之买单的好产品出现，以及这种产品是否可以有效解决实际口腔问题，带来感官上的直接变化，才能够刺激消费者作出溢价购买决策。

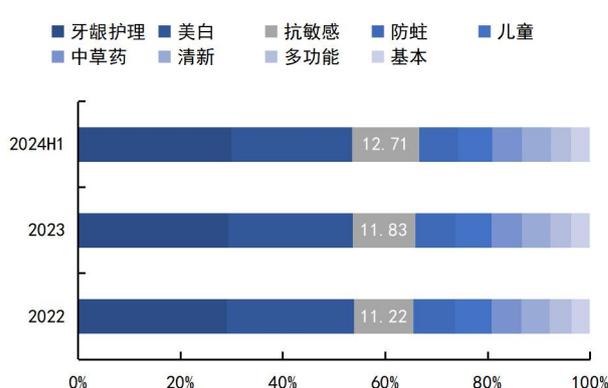
而牙本质敏感，所带来的牙痛敏感问题对消费者的正常生活有着较大影响，而专业的口腔治疗的成本又相对高昂，如有针对性解决相关产品的推出，对于提升消费者日常饮食生活的幸福感有着积极的意义，也必然能够带动产品溢价的实现。而随着拥有牙齿敏感问题人群的快速增加，牙膏抗敏感功效市场份额也随之提升。

图28: 抗敏需求人群占比不断增加



资料来源: 全国成人牙本质敏感和牙齿磨蚀流行病学调查研究、国信证券经济研究所整理

图29: 抗敏感功效市场占比提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 2) 人群需求扩散: 抗敏人群逐步扩大

近年来, 牙本质敏感问题呈现越来越年轻化的态势, 主要系当代年轻人热衷于娱乐活动, 如喝咖啡、冰啤及冷饮等。因此具备一定抗敏需求的用户人群也在加快拓展, 且是有着成熟消费观和一定消费能力的年轻消费者, 进而推动抗敏功效的产品红利进一步强化。

## 3) 供给扩张教育: 专业高端产品共助行业发展

舒适达等具备药企背景的高端外资抗敏牙膏品牌的进入, 通过高举高打的营销投放, 以及药企的专业背书, 可以共同帮助进行消费者教育。而公司由于价格带上差异较大的不同定位, 在此基础上可以共同分享这一市场教育的红利。

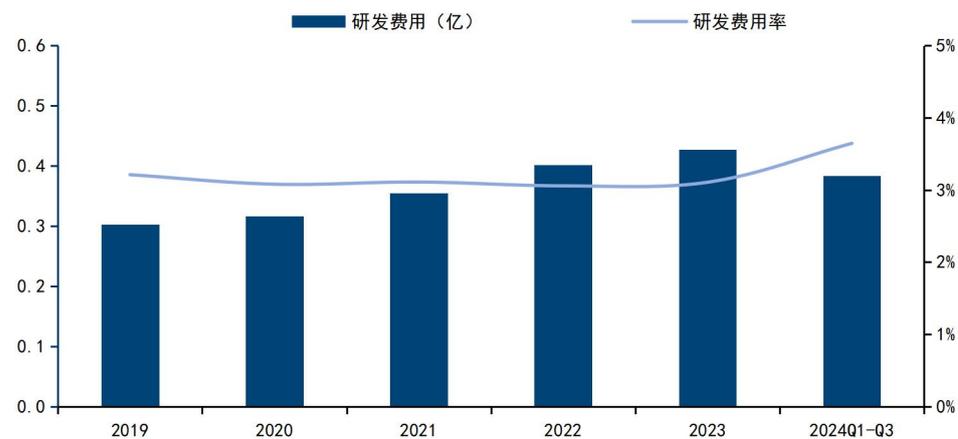
## 研发抓手: 每一款大单品系列的基础是技术领域的突破

公司于 2009 年成立了行业内首家抗牙齿敏感研究中心——“冷酸灵牙齿抗敏感研究中心”, 拥有国家级工业设计中心、国家级博士后科研工作站、CNAS 国家认可实验室和重庆市企业技术中心、重庆市工程研究中心、重庆市工程技术研究中心、重庆市工业和信息化重点实验室等三个国家级、七个省部级创新平台, 拥有双重抗敏感、生物活性玻璃陶瓷专效修复等多项行业先进技术。

从团队情况来看, 公司技术研发中心配备了专业的研发队伍, 拥有博士、海外创新人才、省部级创新人才 20 余人。研发人员专业涵盖 药学、化学、生物、材料、电子与信息等众多领域, 实现专业结构互补、年龄结构合理, 有效满足口腔健康的差异化需求。

从研发投入来看, 公司一直看重研发实力, 并加码相关投放, 自 2019 年以来公司研发费用率一直维持在 3% 以上。

图30: 公司的研发费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司坚持“生产一代、研发一代、储备一代”的科技创新研发机制，并紧密围绕市场需求，对其核心抗敏技术进行了多轮迭代：

1) 1987年推出国内首款抗敏牙膏，通过硝酸钾成分缓解冷热刺激导致的牙本质敏感，奠定品牌抗敏定。2001年，通过对消费者的需求洞察，陆续研发出银盐+中药成分组合而成的冷酸灵抗敏感草本矿物盐牙膏；以及含氟仁锡+木糖醇(天然防蛀活性成分)的冷酸灵健康防蛀牙膏。

2) 2003年，冷酸灵推出使用“氯化锶+硝酸钾”双重抗敏感技术，形成专利技术体系。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，同时取得了国家发明专利。

3) 2009年研制完成了以5%硝酸钾+单氟磷酸钠为活性成分的冷酸灵迅康专业抗敏感高级牙膏，致力于迅速减轻一些牙齿敏感现象比较严重或反复发作引发痛楚的消费者。同时成立国内首个“牙齿抗敏感研究中心”，联合四川大学华西口腔医院等机构，系统性研究牙本质敏感机理及技术优化路径。

4) 2017年，生物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感专利技术，该材料在水溶液或唾液环境中时发生快速反应，释放的离子在吸附的牙齿表面沉积，形成羟基磷灰石层(HA)，较好的修复敏感牙齿受损部位，起到减轻牙齿敏感疼痛的作用。

图31: 公司的重要抗敏技术的迭代



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

而从公司的产品开发路径来看, 其每一款重要产品系列, 均是围绕公司的技术突破来展开的, 如“专研系列”主要依托的是其双重抗敏感专利技术, 而“医研”系列则是依托生物活性玻璃陶瓷专效修复技术。

### 产品迭代与系列化: 从“专研”到“医研”系列

从历史上看, 公司每一次的技术迭代下的产品升级, 都带来客单价的显著提升。而客单价的提升将带动公司毛利率的提振, 进而为公司后续的品牌营销和新品推广提供更为充裕的费用空间。

目前来看, 公司主要推荐的产品系列“医研”在售单价达到 39.9 元, 活动价两支 59.9 元, 较此前的“专研”系列 (15-25 元/支) 和“预护”系列 (12-15 元/支) 均有明显的提升。但同时相对于国际抗敏品牌舒适达等, 未来仍有一定提升空间。

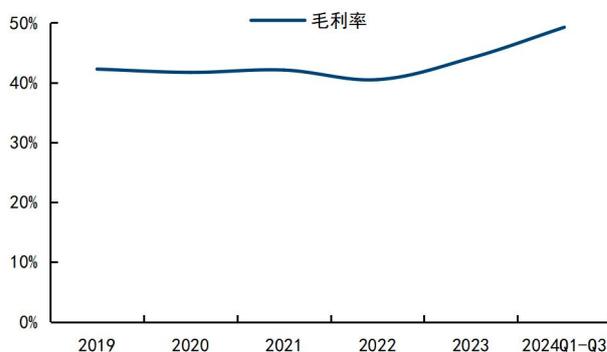
而随着高价位的“医研”产品系列销售占比持续提升, 公司的毛利率也在 2023 年开始有明显的提升迹象。这也为公司在当前较为高企的线上流量成本下, 得以能够以保障利润的同时, 通过社交电商的快速裂变, 实现收入端未来的快速增长。

图32: 公司单价未来仍有提升空间

价格带	冷酸灵	舒适达	云南白药
<20r	专研抗敏感牙膏 13.99r/100g		
	极地白泵式抗敏感牙膏 18.74r/130g		
20-40r	医研抗敏即速60s牙膏 28.24r/120g	抗敏感多效臻护牙膏 25.84r/100g	薄荷清典型牙膏 23.80r/100g
	医研专效修护牙膏 39.74r/100g	牙龈护理抗敏感牙膏 29.74r/100g	抗敏感水润薄荷牙膏 28.50r/110g
		劲速护理抗敏感牙膏 38.84r/120g	
		抗敏感沁爽劲洁牙膏 44.84r/180g	朗健男士清洁白牙膏 40.80r/120g
>40r		专业修复美白Novamin抗敏感牙膏 51.84r/90g	护眼小蓝管牙膏 69.00r/135g

资料来源: 天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

图33: 公司毛利率持续提升



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

另一方面公司在差异化的功效赛道上占据品牌制高点后，再向基础功效拓展衍生，则相对较为顺利。目前来看，公司通过打造抗敏+系列，实现了产品系列的衍生化发展，包含目前市场其他热门功效，如美白、护龈、防龋等，有效维护产品系列的生命周期，并且实现更广阔人群的覆盖。

表5: 公司产品系列化发展

产品系列	产品名称	产品图片	产品价格
抗敏感	医研抗敏		29.8 元/支
	专研抗敏		14.9 元/支
抗敏感+美白	冷酸灵专研抗敏美白配方牙膏		14.9 元/支
抗敏感+护龈	冷酸灵专研抗敏护龈配方牙膏		14.9 元/支
抗敏感+防龋	冷酸灵专研抗敏防龋牙膏		17.8 元/支
抗敏感+清洁	冷酸灵专研抗敏植物炭深洁牙膏		14.9 元/支

资料来源：公司官网、天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

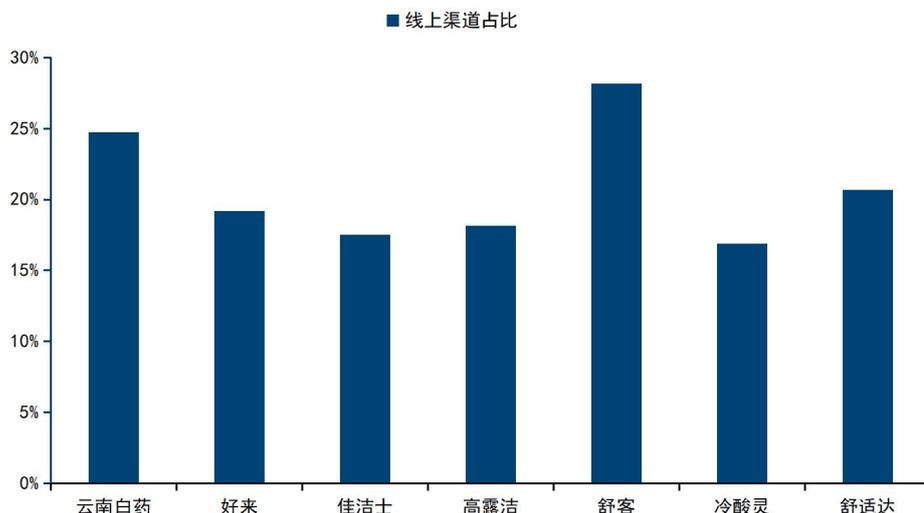
## 公司渠道优势：借力新兴平台实现爆发增长

随着社交电商快速爆发，口腔行业的整体电商渠道占比持续提升，我们看到近年来已经涌现出了多家通过电商渠道实现快速爆发式增长的国产新消费品牌。但如下图所示，传统牙膏龙头却仍是以线下渠道为主，主要系这些品牌在进入中国市场或是诞生之初就是通过线下经销渠道实现早期规模扩张积累，存在一定的经营路径依赖，也缺乏平衡线上线下利益的管理能力和专业化的电商经营团队。

而作为传统牙膏品牌，公司此前的线上渠道占比同样相对较低，但在整个日化品消费运营日趋成熟，以及年轻人群线上消费习惯逐步养成的背景下，布局电商渠道也成为了企业未来发展重要驱动力。目前公司线上占比持续提升，2024年上半年电商渠道营收占比达 22.9%。

同时，公司线下渠道仍是公司业绩的基本盘，且在行业整体线下渠道萎缩的背景下，通过精细化的经销商管控以及差异化品类布局，实现了逆势增长。

图34：口腔产业线上化程度情况



资料来源：欧睿、久谦、国信证券经济研究所整理

### 线上破局：兴趣电商破圈，平台电商并进

从公司线上策略来看，目前公司在电商渠道，借助中心电商和兴趣电商两大平台以“顶层设计，战略发展，精细落地”方针，构建电商产品矩阵。

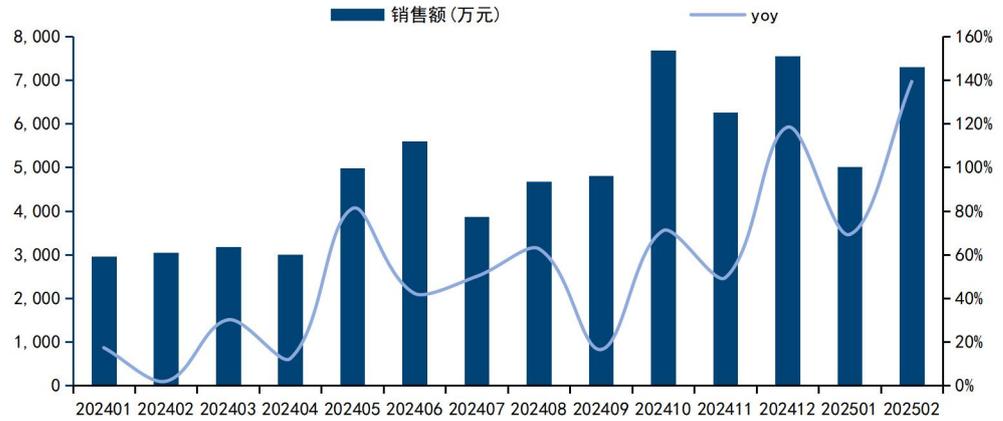
**一、首先，公司近年来，搭建了一支成熟的电商运营团队。并采用市场化的激励机制，有效的绑定和激发了团队主观能动性：**

据了解，公司的电商渠道团队成员普遍具备 5 年以上快消品电商运营经验，尤其在直播团队搭建、平台操盘等新兴领域已经沉淀了相对成熟的方法论；同时依托集团近 300 人的市场营销团队及研发资源，实现线上线下渠道协同，强化供应链响应效率。而随着公司团队的调整到位，公司的线上业务去年开始也逐步发力。

自公司于 2024 年中开始进行团队调整后整体增速变化较为显著。公司公告显示 2023 年公司线上渠道收入增速仅 14.4%，据久谦数据，2024Q1 公司天猫+京东+抖

音三大平台共计实现 GMV 增速 15.4%，整体与 2023 年趋势相同。但 2024 年 Q2 和 Q3 公司线上平台增速改善明显，在品牌势能的进一步提升下 Q4 更是达到 77.0%，而今年 1-2 月公司线上三大平台增速合计达 104.8%，环比进一步提升。

图 35: 冷酸灵线上三大平台销售额及增速



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

**二、其次，公司已经在用户数据、供应链、以及内容营销等方面，构建了满足线上发展的底层能力，为未来电商的持续高增长打下基础：**

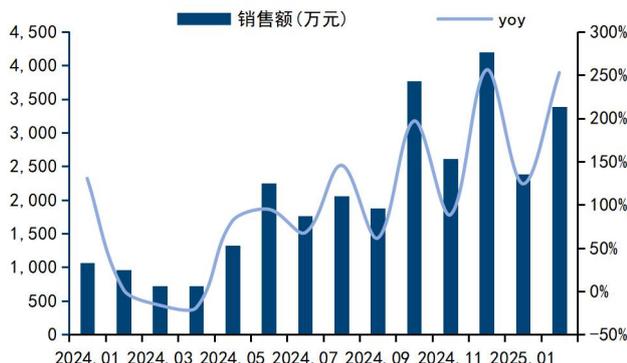
1) 用户画像精准触达：整合线下数十万终端数据与电商消费行为，构建 CDP 系统指导区域化 SKU 投放；2) 供应链快速响应：依托全国经销网络仓储资源，电商订单 48 小时发货率提升至 90%以上。3) 场景化内容输出：在抖音平台打造“抗敏感科普”“儿童护齿教育”等垂类内容，增强用户互动与品牌专业形象。4) 数据反哺研发：基于电商用户评价数据优化产品配方，例如针对年轻群体开发抗糖、美白等功效延伸产品。

### ➤ 抖音渠道实现快速拉新

公司去年以来通过抖音平台实现电商渠道的突围，未来也将继续把抖音平台作为业务驱动的重点布局方向。从销售结果来看，据久谦数据，自 2024 年 5 月以来冷酸灵在抖音渠道持续维持高增速，单月增速均在 60%以上，而随着 2024 年底医研系列持续爆发，带动 12 月单月实现 256%增长，并在今年 1-2 月实现 185%。

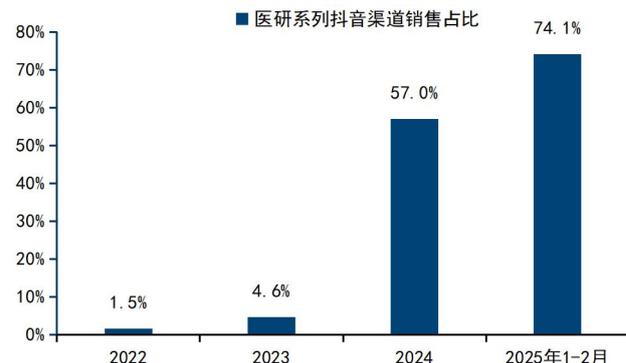
目前在抖音平台，公司已经构建自播与达播并举的发展模式。并以自播为主，占比预计 70-80%。从自播间表现来看，冷酸灵官方旗舰店以“医研抗敏牙膏”为主推产品，截止 2025 年 3 月 30 日，店铺粉丝数 36 万，近 7 天新增直播 8 场，总点赞 43.8 万。从结果来看，医研系列在公司的抖音平台销售占比持续提升，据久谦数据，2025 年 1-2 月医研系列占比已达 74.1%，较 2023 年的 4.6%提升迅猛。

图36: 公司抖音 GMV 及增速



资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

图37: 医研系列抖音渠道销售占比



资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

对于多数品牌而言，抖音渠道虽能够帮助品牌实现快速放量，但其最大的问题在于费用率相对较高，因此必须有足够毛利的产品才可以实现盈利模型的跑通。而公司近年推出的高单价“医研”系列产品就是最适合的产品，同时该系列扎实的研发技术背景和品牌故事也为兴趣电商平台营销提供了足够的内容抓手。

### ➤ 传统平台电商加速开拓

针对传统货架电商渠道，公司也积极持续创新布局，传统电商虽然当前平台整体增速有所趋缓，但是盈利水平相对兴趣电商更有优势，同时借助成熟的平台数据优势，对于品牌开发相关产品提供用户数据偏好上的保障。

目前来看，天猫旗舰店作为冷酸灵品牌的核心线上阵地，截止25年3月30日，店铺粉丝数131万，多款单品月销量稳定在5万+，部分爆款达20万+。从销售结果来看，目前天猫仍是公司第一大平台，线上收入占比略高于抖音，整体增速在抖音渠道品牌势能外溢下持续提升，据久谦数据，2025年1-2月公司天猫平台实现GMV增速65.1%。

同时，公司利用天猫平台数据洞察，以及平台新品首发优势，缩短产品从研发到上市周期，快速测试市场反馈并迭代升级。如公司在2019年针对年轻消费群体偏好，推出创新产品如“火锅牙膏”（含标准中度辣、川渝微微辣、变态辣三种口味），预售期间首批4000件半天售罄，并迅速形成社交话题。

图38: 公司天猫渠道销售额及增速



资料来源: 久谦、国信证券经济研究所整理

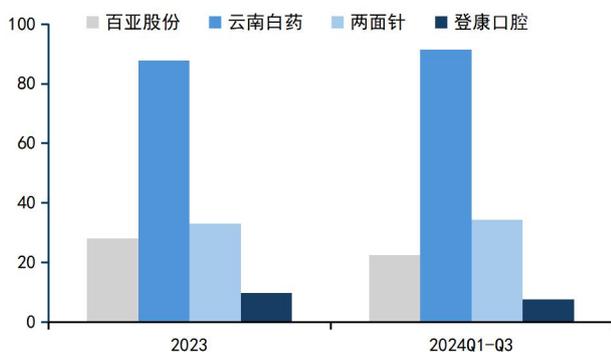
此外，公司还通过私域运营 多样化内容升级和数字化媒体矩阵，进一步提升用户对品牌的粘性与好感度，为营销数字化的创新升级提供“新引擎”。截至 2024 年 6 月 30 日，冷酸灵品牌私域沉淀会员 133 万，对于公司后续提升品牌粘性，以及加强复购率有着重要的帮助。

### 线下稳进：区域扩张持续进行

在线下渠道中，公司坚持县域提质、终端领先、新渠拓增的渠道运作方针。2024 年上半年，公司在线下的市场占有率逆势提升，整体牙膏线下渠道市场份额达到 8.57%，跻身行业前三。

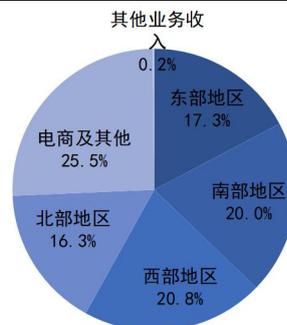
在过去三十多年的发展中，公司已经积累了极为丰富的渠道管理经验，核心管理层也均是从渠道一线出身，搭建出了具备丰富、专业的渠道管理经验的运营团队。而在深度分销渠道，公司形成了经分销商两级渠道管理体系，并打造县域开发运作模式公司采用“一县一策”开发模式，针对不同区域消费特性调整终端陈列、促销活动及产品组合，公司在全国各区域分布较为平均。

图39: 可比公司应收账款周转天数



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图40: 公司收入分区域占比



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

整体来看，公司通过分布在全国 31 个省、自治区、直辖市以及 2,000 余个区/县的经分销商，实现了对数十万家零售终端的覆盖。其中特别是针对最广阔的县域乡镇市场，打造了登康口腔在下沉市场的渠道壁垒。同时在管理半径扩大的同时，对经销商精细化管理能力也较为优异，公司应收账款良好，应收周转天数过去三年均在 9 天左右，在日化行业中处于较低水平。

## 多元化扩张优势：加快布局口腔大健康产业

公司在上市之初就提出了：将以“成为世界领先口腔健康专家，为大众带来自信美丽笑容”为愿景，以“致力于为大众提供口腔健康与美丽整体解决方案”为使命。未来公司将沿着“口腔大健康”主线，积极发展包括口腔护理、口腔医疗、口腔美容、口腔资本管理在内的四大业务板块，持续提升公司在口腔健康与美丽领域的综合服务能力。

图41：公司的口腔大健康战略规划



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

### 口腔护理：依托创新能力持续布局其他口腔细分赛道

在口腔护理领域，公司将围绕牙膏、牙刷、漱口水、牙线等口腔清洁用品的主要赛道，通过技术创新、产品创新和营销创新，不断提高核心品类品牌的市场占有率。同时，公司将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，通过研发、并购、渠道开发、营销升级等举措，不断扩大企业市场规模，形成企业发展的第二曲线，为大众提供全面的口腔护理解决方案。

目前来看，公司已经在儿童系列、成人牙刷等领域已经有了落地布局的成果：

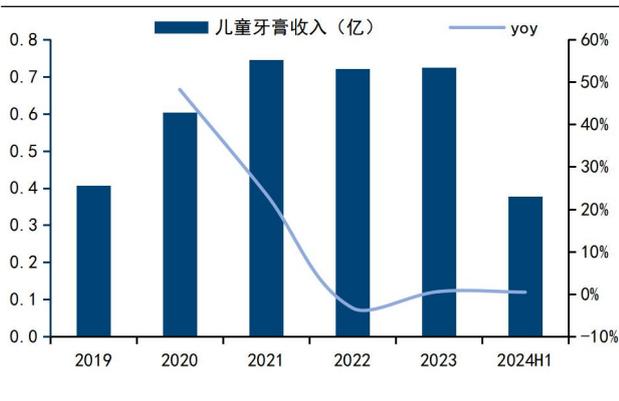
#### ➤ 儿童系列：已排名儿童牙膏市场前列

公司在儿童牙膏领域，已经布局了儿童口腔护理品牌“贝乐乐”、高端婴童口腔护理品牌“萌芽”，分别针对 2-12 岁和 0-8 岁的不同年龄段儿童的发育特点和习惯开发。同时，产品配方及形态更加贴合儿童身心，在针对性解决相关年龄段的儿童口腔实际问题的同时，也让刷牙更有趣味，吸引宝宝兴趣。2024H1 公司儿童牙膏/牙刷分别实现营收 0.38/0.16 亿，同比分别为 0.5%/-3.5%，合计占比达 8.1%。

**贝乐乐：**品牌于 2014 年推出，针对 2-12 岁不同年龄段儿童口腔的发育特点和行为习惯，采用奥拉氟+独特锁氟技术，有效提升氟利用率，实现 5 倍牙本质强健力、170%抗糖酸防护力。目前品牌包含百分优护、安心优护、成长优护三大儿童牙膏系列。据公司招股书援引尼尔森数据，2021 年“贝乐乐”儿童牙膏线下零售市场份额为 7.2%，位列行业第五；儿童牙刷线下零售市场份额 5.7%，位列行业第三。

**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”，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。

图42: 公司儿童牙膏收入变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图43: 公司儿童牙刷业务布局情况

<p><b>贝乐乐 儿童牙刷</b></p>	<p>根据儿童不同年龄段的口腔发育情况对应设计产品尺寸、植毛方式, 刷丝搭配等, 给儿童提供多档分级精细护理。包含百分优护、安心优护、成长优护三大系列产品</p>	
<p><b>萌芽婴幼儿牙刷</b></p>	<p>根据 0-2 岁、2-5 岁、5-8 岁儿童口腔发育特点, 开发硅胶指套、次抛性洁牙棉签, 以柔软、安全的硅胶全包裹儿童牙刷, 提供一站式低幼儿童口腔护理解决方案。</p>	

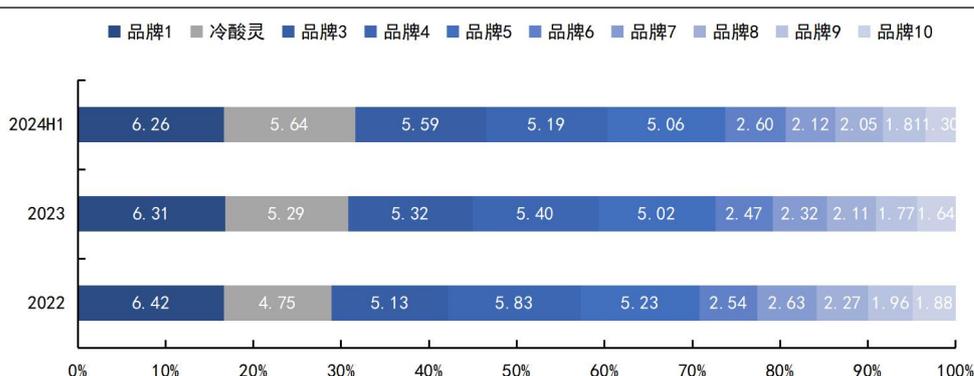
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### ➤ 成人牙刷: 延续牙膏的抗敏心智实现快速布局

公司的牙刷产品主要延续了冷酸灵品牌的抗敏感的核心定位, 在产品设计中主打减少外源性刺激, 突出牙刷的柔软特性。公司的牙刷产品开发主要围绕功能和颜值两个方向: 一方面针对护敏的需求提供不同刷毛的柔软度产品, 另一方面针对个性化情感需求提供不同个性颜值产品。目前已就护敏、抗敏、炭洁等不同细分功能需求, 开发出了猫爪刷、专研密泡刷、天使羽翼刷等牙刷系列。

2024 年上半年公司成人牙刷实现营收 0.80 亿/yoy+0.3%, 在行业承压下仍逆势实现正增长, 据尼尔森零售研究数据, 2024 年上半年冷酸灵品牌牙刷线下市场零售额份额占比提升至 5.64%, 位居行业第二、本土品牌第二。未来公司将继续充分利用品牌优势、渠道营销优势, 抓住牙刷品类对创新与颜值的需求契机, 持续提升市场份额。

图44: 国内线下市场的牙刷品牌市场份额变化



资料来源: 尼尔森零售研究数据、国信证券经济研究所整理

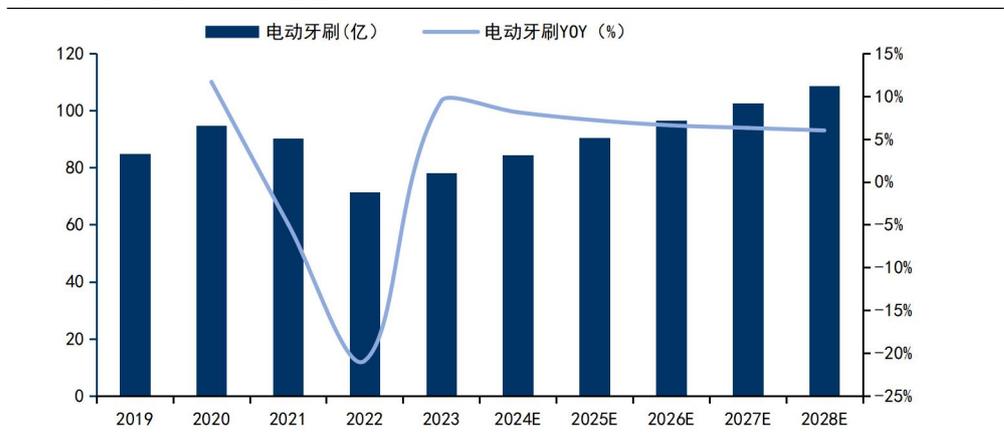
### ➤ 口腔电动产品

根据欧睿数据, 受疫情影响 2021-2022 年中国电动牙刷零售额规模有所下降, 在 2023 年逐步回升达到 78.0 亿元, 预计 2023-2028E 的 CAGR 为 6.8%, 预计 2026 年市场规模能回到 2020 年水平。

公司对此也开拓了电动牙刷产品, 同样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。从马达动力与振动频率, 到不同刷头与刷毛类型, 再到差异化的功能模式, 提供更智

能、更舒适、更高效的口腔护理体验效果。此外，公司在儿童电动牙刷和冲牙器等业务领域也布局相关差异化产品。2024H1 公司电动牙刷实现收入增速 62.1%，延续此前高增长趋势，虽然目前收入占比仍不足 1%，但在差异化竞争下该品类有望持续快速增长。

图45: 国内电动牙刷零售额变化



资料来源：欧睿、国信证券经济研究所整理

当前智能化的兴起，更是给了国产电动牙刷一个海外品牌难以追赶的超车点。公司的电动牙刷产品，基于“生产一代、研发一代、储备一代”的机制强化底层研发，提供创新型、差异化、智能化产品，如口腔医疗级精准仿生愈敏技术、口腔数字化智能再生抗敏技术；加大对 AI 芯片、无刷马达、充电锂电池和电路板等核心电子元器件的持续投入，打造数字化智能口腔系列产品。

表6: 电动牙刷专利储备

申请号	专利类型	专利权人	专利名称	申请日	有效期截止时间
201810433715.4	发明专利	登康口腔	一种配合电动牙刷使用的口腔护理组合物及其制备方法	2018年5月8日	2038年5月7日
201520907663.1	实用新型	登康口腔	刷牙机驱动组件	2015年11月13日	2025年11月12日
201520905897.2	实用新型	登康口腔	刷牙机刷头悬置装置	2015年11月13日	2025年11月12日
201520907350.6	实用新型	登康口腔	刷牙机	2015年11月13日	2025年11月12日
202020239843.8	实用新型	登康口腔	一种口腔护理牙刷	2020年2月28日	2030年2月27日
202020694603.7	实用新型	登康口腔	一种刷头可更换的牙刷	2020年4月29日	2030年4月28日
202122735148.8	实用新型	登康口腔	一种适用于幼儿和老人的便捷式牙刷	2021年11月9日	2031年11月8日

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 口腔大健康：积极推进口腔医疗、口腔美容服务产业延伸

而在口腔护理外，公司未来也将要在口腔医疗、口腔美容、口腔资本管理领域，着眼全球市场，布局口腔医疗器械、口腔健康远程咨询、口腔疾病远程诊断、口腔正畸、口腔整形等产业。具体将通过股权合作、投资并购、优秀人才引进和招募等方式，积极推进企业向高端制造和口腔医疗、口腔美容服务产业战略延伸。

### ➤ 口腔医疗

随着国民爱牙意识增强、国民收入快速增长、民营口腔医疗机构持续发力等因素的驱动下，预计未来口腔医疗服务市场将持续快速扩张，以终端消费额计，有望

于 2026 年达到约 3182 亿元，2023 年到 2026 年的复合增长率达 17.8%。

目前来看，公司正在积极把握行业机遇，围绕牙齿脱敏、正畸、整形等领域开拓品类，布局牙科脱敏糊剂、口腔溃疡含漱液等口腔医疗器械产品，积极培育壮大医疗级口腔生物材料新产业。其中牙齿脱敏剂用于缓解因牙本质暴露而引起的牙齿过敏症状，已取得第二类医疗器械资格。

通过更加专业的口腔医疗类产品的布局，能够帮助公司进入如口腔诊所和药房等专业渠道，这对于公司品牌形成口腔抗敏的医学专业功能的背书有着重要的积极意义，不仅为公司带来业绩增量，也为公司传统快消类品牌业务夯实品牌基础。

表7：公司口腔器械类产品布局

产品种类	产品介绍	产品图片
牙齿脱敏剂	牙齿脱敏剂作为第二类医疗器械，可用于术前预防性脱敏、术后脱敏修复及术间家庭式治疗，常见于医生术前、术中和术后推荐患者使用	
口腔抑菌系列	针对消费者的口腔抑菌需求，推出口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液等口腔卫生用品，对金黄色葡萄球菌、大肠杆菌、白色念珠菌等有抑制作用，可满足消费者刷牙与漱口多方面的抑菌需求	
正畸护理系列	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，满足消费者差异化、个性化的需求	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### ➤ 外延并购丰富产业链布局

从日化行业公司的发展经验来看，均有着较强的并购外延动力，通过并购方式积极开拓第二增长曲线，对于上市企业未来的持续成长显得越发重要。而去年以来我们已经陆续看到部分上市消费龙头借助资本外延工具实现业务扩张。公司未来通过外延布局的方式能够更加有效且快速的实现口腔大健康产业的补全。

同时，一级市场消费标的退出压力增大。前几年的新消费热潮过后，当前一级相关产业基金具有较大的投资退出压力，因此行业同样具有较强的被并购整合诉求，其中不少优质企业已有较为稳定的盈利模型，整合赋能后有望实现二次增长。

此外，政策层面，近期多部门出台支持企业并购重组的政策。9月24日晚证监会发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，鼓励上市公司加强产业整合，进一步提高监管包容度、提升重组市场交易效率等，建立重组简易审核程序，对符合条件的上市公司重组，大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。后续重庆市国资委也多举措并施，举办并购重组专题培训会，并搭建产融对接平台等，切实鼓励企业进行并购重组。

## 盈利预测与投资建议

### 假设前提

#### 收入端，我们分产品并分渠道进行分拆预测：

正如前文所述，公司以销售口腔护理产品为主，主要涉及成人基础口腔护理、儿童基础口腔护理、口腔医疗与美容护理产品、电动口腔护理产品四大类产品。依托“冷酸灵”品牌三十多年深耕于抗敏感这一细分功效赛道上，建立了深厚的消费者心智，并不断外延至口腔大健康领域。具体来看，公司一方面通过产品升级带动量价齐升，另一方面通过线上抖音等平台放量带动业绩增长，同时扩大品牌声量，并以此反哺线下渠道。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 15.21/19.36/ 23.47 亿，分别同增 10.5%/27.3%/21.2%。具体分产品类型来看：

1) **成人牙膏**：作为公司主要收入来源，过去 3 年收入占比均在 75%以上，2024H1 公司成人牙膏占总收入比重 77.11%。而从渠道端来看，公司主要通过线上电商渠道以及线下经销、直供模式进行销售，同时公司近些年重磅推出利用物活性玻璃陶瓷材料修复抗敏感专利技术的高客单价医研系列，并通过线上渠道进行营销放大销售，预计电商渠道实现快速增长，线下渠道在行业压力下但自身经销渠道完善下有望平稳发展，预计 2024-2026 年整体实现收入 12.08/16.07/20.01 亿，同比增长 12.5%/33.0%/24.5%。

2) **成人牙刷**：公司持续围绕冷酸灵抗敏感的核心定位，开发不同刷毛的柔软度，并包含护敏、抗敏、炭洁等不同细分功能需求，近些年公司持续强化产品在颜值、创新等方面特点，推动产品结构优化升级，但在整体牙刷行业承压同时加速内卷下，预计 2024-2026 年整体实现收入 1.60/1.64/1.66 亿，同比增长 3.2%/2.1%/1.4%。

3) **儿童口腔护理**：公司利用研发技术以及新品迭代，赋能儿童产品市场竞争力提升，并在行业竞争压力大下，通过分销以及线上营销带动整体板块平稳增长，并依托较高定价产生较高盈利水平。预计 2024-2026 年整体实现收入 1.02/1.04/1.05，同比增长-2.3%/2.0%/1.0%。

4) **口腔医疗与美容护理**：公司围绕牙齿脱敏、正畸、整形等领域开拓品类，布局牙科脱敏糊剂、口腔溃疡含漱液等口腔医疗器械产品，积极培育壮大医疗级口腔生物材料新产业。有望依托先进技术形成较高壁垒成为公司第二增长曲线。预计 2024-2026 年整体实现收入 2.93/3.312/4.14，同比增长 5.0%/13.0%/25.0%。

5) **电动口腔护理**：为满足消费者多重需求，扩大消费者覆盖面，公司先后推出“登康”“冷酸灵”“贝乐乐”电动牙刷及冲牙器等电动口腔产品，并通过不断上新推动业绩发展。预计 2024-2026 年整体实现收入 2.08/2.81/3.37，同比增长 80.0%/35.0%/20.0%。

**表8: 盈利预测拆分**

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>943.91</b>	<b>1029.59</b>	<b>1142.52</b>	<b>1313.33</b>	<b>1375.78</b>	<b>1520.59</b>	<b>1935.92</b>	<b>2347.08</b>
yoy		9.1%	11.0%	15.0%	4.8%	10.5%	27.3%	21.2%
<b>毛利率</b>	<b>42.26%</b>	<b>41.71%</b>	<b>42.10%</b>	<b>40.50%</b>	<b>44.11%</b>	<b>49.06%</b>	<b>51.55%</b>	<b>53.42%</b>
<b>成人牙膏</b>	<b>773.46</b>	<b>841.80</b>	<b>899.52</b>	<b>1,052.95</b>	<b>1,073.96</b>	<b>1207.8</b>	<b>1606.60</b>	<b>2000.52</b>
yoy		8.8%	6.9%	17.1%	2.0%	12.5%	33.0%	24.5%
—电商	62.5	103.4	144.3	253.9	289.4	411.6	798.5	1,181.7
yoy		65.4%	39.6%	76.0%	14.0%	42.2%	94.0%	48.0%
—线下（西部）	236.0	237.3	234.2	237.2	226.3	228.5	232.0	235.5
yoy		0.6%	-1.3%	1.3%	-4.6%	1.0%	1.5%	1.5%
—线下（南部）	184.5	188.1	196.9	202.5	206.7	210.9	213.0	213.6
yoy		2.0%	4.7%	2.8%	2.1%	2.0%	1.0%	0.3%
—线下（东部）	139.5	149.0	153.4	182.3	177.2	180.7	183.5	187.1
yoy		6.8%	2.9%	18.8%	-2.8%	2.0%	1.5%	2.0%
—线下（北部）	149.2	162.3	168.8	175.4	172.6	176.0	179.7	182.6
yoy		8.8%	4.0%	3.9%	-1.6%	2.0%	2.1%	1.6%
毛利率(%)	43.5%	42.4%	42.6%	41.0%	45.0%	50.7%	53.1%	54.9%
业务收入比例(%)	81.9%	81.8%	78.7%	80.2%	78.1%	79.4%	81.8%	82.7%
<b>成人牙刷收入</b>	<b>112.78</b>	<b>105.24</b>	<b>126.64</b>	<b>135.51</b>	<b>155.50</b>	<b>160.48</b>	<b>163.85</b>	<b>166.14</b>
yoy		-6.7%	20.3%	7.0%	14.8%	3.2%	2.1%	1.4%
毛利率(%)	27.2%	27.2%	29.0%	30.4%	34.0%	36.5%	38.0%	38.4%
业务收入比例(%)	12.0%	10.2%	11.1%	10.3%	11.3%	10.6%	9.0%	8.3%
<b>儿童口腔护理收入</b>	<b>53.10</b>	<b>73.53</b>	<b>98.38</b>	<b>98.66</b>	<b>104.62</b>	<b>102.21</b>	<b>104.26</b>	<b>105.30</b>
yoy		38.5%	33.8%	0.3%	6.0%	-2.3%	2.0%	1.0%
毛利率(%)	55.9%	55.6%	55.0%	51.0%	50.5%	51.0%	52.0%	53.0%
业务收入比例(%)	5.6%	7.1%	8.6%	7.5%	7.6%	6.7%	5.8%	5.2%
<b>口腔医疗与美容护理等产品收入</b>	<b>0.29</b>	<b>3.15</b>	<b>8.91</b>	<b>18.93</b>	<b>27.94</b>	<b>29.34</b>	<b>33.15</b>	<b>41.44</b>
yoy		986.2%	182.9%	112.5%	47.6%	5.0%	13.0%	25.0%
毛利率(%)	18.5%	32.4%	36.5%	35.1%	40.1%	44.0%	45.0%	47.0%
业务收入比例(%)	0.0%	0.3%	0.8%	1.4%	2.0%	1.9%	1.8%	2.1%
<b>电动口腔护理产品收入</b>	<b>2.03</b>	<b>3.82</b>	<b>6.66</b>	<b>5.03</b>	<b>11.55</b>	<b>20.79</b>	<b>28.07</b>	<b>33.68</b>
yoy		88.2%	74.3%	-24.5%	129.6%	80.0%	35.0%	20.0%
毛利率(%)	57.7%	35.7%	35.2%	18.2%	45.7%	48.0%	48.0%	49.0%
业务收入比例(%)	0.2%	0.4%	0.6%	0.4%	0.8%	1.4%	1.5%	1.7%
<b>其他收入</b>	<b>2.25</b>	<b>2.05</b>	<b>2.41</b>	<b>2.25</b>	<b>2.21</b>	<b>2.23</b>	<b>2.25</b>	<b>2.28</b>
yoy		-8.9%	17.6%	-6.6%	-1.8%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率(%)	51.6%	44.8%	40.1%	29.5%	69.3%	50.0%	50.0%	50.0%
业务收入比例(%)	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%

数据来源: Wind、国信证券经济研究所预测

### 利润端预测: 产品升级驱动盈利水平提升

**毛利率方面:** 如上文所述, 公司不断推动各品类进行推新迭代, 尤其是成人牙膏类高客单价医研系列规模快速增长, 据前文所述, 据久谦数据目前医研系列在抖音平台已经由 2023 年的 5% 不到提升至 2025 年 1-2 月的 74%, 而该系列凭借自身高客单价拥有更高毛利率水平, 因此随着该系列收入不断增加有望带动毛利率提升, 预计 2024-2026 年毛利率为 49.1%/51.6%/53.4%。

**费用率方面:** 随着公司线上渠道占比不断提升, 叠加公司加大线上营销投放, 预计未来公司销售费用率处于上行态势, 预计 2024-2026 年销售费用率为

31.0%/32.6%/33.7%；而在规模效应下，管理费用率和研发费用率均有望稳定下降。

表9：未来3年盈利预测表

单位（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1313	1376	1521	1936	2347
营业成本	781	769	775	938	1093
销售费用	315	386	472	632	792
管理费用	54	67	62	75	88
研发费用	40	43	46	58	70
财务费用	(10)	(17)	(13)	(13)	(14)
营业利润	145	147	178	243	313
利润总额	146	161	183	248	318
归属于母公司净利润	135	141	165	224	286

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

综上，根据以上假设预测，我们预计公司2024–2026年分别实现营收15.21/19.36/23.47亿，同比增长10.5%/27.3%/21.2%；实现归母净利润1.65/2.24/2.86亿元，分别同比增长16.5%/35.8%/27.9%，EPS为0.96/1.30/1.66元/股。

### 盈利预测的敏感性分析

由于公司业务种类较多，此处我们分析中性、谨慎和乐观情境下公司的利润水平，其中主要变量为收入增速和销售费用率。其中2024–2026年乐观场景下收入增速提升2pct，销售费用率降低0.5pct；悲观情况下收入增速降低2pct，销售费用率提升0.5pct，敏感性测试结果如下表所示：

表10：盈利预测的敏感性分析

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,313	1,376	1,548	2,002	2,467
(+/-%)	14.9%	4.8%	12.5%	29.3%	23.2%
净利润(百万元)	135	141	174	239	311
(+/-%)	13.3%	5.0%	23.3%	37.5%	29.7%
摊薄 EPS	1.04	0.82	1.01	1.39	1.80
<b>中性预测</b>					
营业收入(百万元)	1,313	1,376	1,521	1,936	2,347
(+/-%)	14.9%	4.8%	10.5%	27.3%	21.2%
净利润(百万元)	135	141	165	224	286
(+/-%)	13.3%	5.0%	16.5%	35.8%	27.9%
摊薄 EPS	1.04	0.82	0.96	1.30	1.66
<b>悲观预测</b>					
营业收入(百万元)	1,313	1,376	1,493	1,871	2,231
(+/-%)	14.9%	4.8%	8.5%	25.3%	19.2%
净利润(百万元)	135	141	155	208	263
(+/-%)	13.3%	5.0%	9.9%	34.1%	26.1%
摊薄 EPS	1.04	0.82	0.90	1.21	1.53

数据来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：43.4-65.8 元/股

我们采用 FCFE 估值法对公司进行绝对估值，首先分别对公司的盈利预测和资本成本要素进行假设：

#### 1、盈利预测的假设

未来 10 年估值假设条件见下表：如前文所述，公司一方面依托产品升级带动量价齐升，另一方面通过线上渠道爆发提升营业收入和品牌声量，带动品牌全渠道发展。同时毛利率有望在产品升级下持续提升；销售费用率预计受渠道结构调整及推广宣传力度加强而有所上升，管理费用率和研发费用率随着规模效应的显现而稳步下行。

表11：公司盈利预测假设条件（%）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	14.95%	4.76%	10.53%	27.31%	21.24%	15.00%	10.00%	8.00%	5.00%	5.00%	3.00%	3.00%
营业成本/营业收入	59.50%	55.89%	50.94%	48.45%	46.58%	46.90%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%	47.00%
管理费用/营业收入	4.05%	4.78%	4.07%	3.84%	3.73%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%
研发费用/营业收入	3.06%	3.11%	3.02%	3.01%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
销售费用/销售收入	24.01%	28.08%	31.0%	32.6%	33.7%	33.50%	33.50%	33.50%	33.50%	33.50%	33.50%	33.50%
所得税税率	7.65%	12.14%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

#### 2、资本要素的假设

资本成本要素假设方面：无杠杆 beta 系数采用 0.80；无风险利率取 10 年期国债收益率 1.86%；股票风险溢价 5.20%；债务成本采用 4.90%，由此计算得出公司的 WACC 为 6.02%。

表12：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.8	T	10.00%
无风险利率	1.86%	Ka	6.02%
股票风险溢价	5.20%	有杠杆 Beta	0.80
公司股价（人民币）	40.63	Ke	6.02%
发行在外股数	172	E/(D+E)	99.97%
股票市值(E)	6995	D/(D+E)	0.03%
债务总额(D)	2	WACC	6.02%
Kd	4.90%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所假设，注：股价采用 4 月 3 日收盘价

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

		WACC 变化				
		5.0%	5.5%	6.02%	6.5%	7.0%
永续 增长 率变 化	3.0%	93.50	75.53	63.50	54.90	48.44
	2.5%	78.40	65.84	56.86	50.11	44.87
	2.0%	68.29	58.91	51.87	46.39	42.00
	1.5%	61.06	53.70	47.98	43.40	39.66
	1.0%	55.62	49.64	44.87	40.96	37.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析

按以上分析，并采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值及对应敏感性分析，我们最终得出公司合理估值区间为 43.4-65.8 元/股，中值为 51.9 元/股。

### 相对估值：45.4-49.3 元/股

由于登康口腔为个护行业中的细分牙膏市场龙头，在口腔护理尤其牙膏市场存在较强的竞争优势。因此我们选取与公司主营业务类似的云南白药，以及个护行业其他细分行业的龙头公司百亚股份、润本股份，作为可比公司，其中 1) 云南白药旗下拥有目前我国市场市占率第一的牙膏品牌云南白药，但考虑到云南白药旗下拥有多款产品，牙膏仅为其健康品事业部的主要产品，因此下我们主要考虑其健康品事业部表现情况；2) 润本股份深耕驱蚊个护细分赛道，通过高性价比优势不断抢占市场份额成为细分赛道龙头，与公司所处行业地位存在相似性；3) 百亚股份作为卫生巾细分赛道龙头，目前正处于业务扩张时期，与公司所处行业地位存在相似性。

**相关财务数据如下表所示：**公司整体收入和利润体量低于云南白药，主要由于云南白药产品单价为公司的 2-3 倍，同时截至 2023 年底云南白药牙膏市占率 13.2% 远高于冷酸灵的 4.7%，因此营收规模来看，公司明显小于云南白药；但从近期成长性来看，在 2024H1 行业大盘略微承压下公司仍实现正增长；而与行业地位较为类似的润本和百亚相比，公司收入和利润规模与其较为类似，但由于渠道结构存在差异，登康仍以线下为主，线下渠道占比超 70%，百亚和润本线下占比均小于 50%，因此公司历史增速低于可比公司，但随着公司通过线上不断放量，有望带动整体业绩快速提升。

**从盈利水平的角度来看，**由于白药的高单价带动其高利润率水平远高于公司；而由于渠道结构和细分赛道差异性，公司毛利率低于润本和百亚，但由于公司对于费用率的良好管控，整体净利率与百亚相近。但公司通过产品升级带动盈利水平不断上升。

表13: 可比公司财务数据

		登康口腔	云南白药	润本股份	百亚股份
2022	营收 (亿)	13.13	61.92	8.56	16.12
	yoy	15.0%	4.9%	47.1%	10.2%
	净利润 (亿)	1.35	/	1.6	1.87
	yoy	13.3%	/	32.7%	-17.8%
	毛利率	40.5%	63.5%	54.2%	45.1%
	净利润率	10.3%	/	18.7%	11.6%
2023	营收 (亿)	13.76	64.22	10.33	21.44
	yoy	4.8%	6.5%	20.7%	33.0%
	净利润 (亿)	1.41	/	2.26	2.38
	yoy	5.0%	/	41.2%	27.2%
	毛利率	44.1%	64.2%	56.3%	50.3%
	净利润率	10.3%	/	21.9%	11.1%
24H1	营收 (亿)	7.03	31.44	7.44	15.32
	yoy	5.5%	-3.1%	28.5%	61.3%
	净利润 (亿)	0.72	12.31	1.8	1.8
	yoy	9.8%	1.7%	50.7%	36.4%
	毛利率	46.9%	67.4%	58.6%	54.4%
	净利润率	10.3%	39.2%	24.2%	11.7%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 云南白药财务数据为其主营牙膏的健康品事业部数据, 其毛利率取自包含健康品事业部的工业板块毛利率

从可比公司估值情况来看, 由于云南白药整体业务除去牙膏外还有药品, 且药品仍是主要收入来源, 而目前整体中药估值水平较低, 拖累云南白药整体 PE, 因为与登康口腔估值角度不太可比。而润本股份和百亚股份与公司行业地位类似, 因此在考虑可比公司 PE 角度我们选取其均值水平作为参考。2024-2026 年润本和百亚平均 PE 水平分别为 39/30/24 倍, 考虑到公司仍处于快速发展初期, 未来整体增速高于可比公司, 我们给予公司 2025 年 PE 为 35-38x, 对应市值为 78.2-85.0 亿, 股价为 45.4-49.3 元/股, 中值为 47.4 元/股。

最终综合考虑绝对估值及相对估值, 给予公司目标价为 47.4-51.9 元/股, 对应 4 月 7 日收盘价有 26.0%-37.9% 上行空间。

表14: 可比公司盈利预测及估值情况

代码	公司简称	股价	EPS				PE			
			2025/4/7	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E
000538.SZ	云南白药	55.00	2.28	2.66	2.87	3.15	21.57	22.52	19.15	17.47
603193.SH	润本股份	33.06	0.56	0.77	0.98	1.21	32.54	42.86	33.73	27.23
003006.SZ	百亚股份	23.72	0.55	0.67	0.88	1.13	27.32	35.8	27.08	20.91
	润本和百亚平均值						29.93	39.33	30.41	24.07

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 投资建议

整体来看, 公司作为抗敏感口腔细分赛道龙头, 依托多年研发技术积累持续对大单品进行迭代升级, 将有效提升客单价和盈利水平; 同时在稳定线下基本盘的基础上, 通过抖音渠道进行营销破圈, 强化品牌势能外溢至全渠道, 带动业绩快速增长。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 1.65/2.24/2.86 亿, EPS 为 0.96/1.30/1.66 元/股。综合考虑绝对估值及相对估值, 给予公司目标价为 47.4-51.9 元/股, 对应 4 月 7 日收盘价有 26.0%-37.9% 上行空间。首次覆盖, 给予“优大于市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在 47.4-51.9 元/股之间,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、WACC 的计算、TV 的假定和可比公司估值参数的选定,都融入了很多个人的判断,进而导致估值存在出现偏差的风险,具体来说:

可能对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

WACC 对公司绝对估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 1.86%、风险溢价 5.20%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来 10 年公司 TV 增长率为 2%,公司所处行业可能在未来 10 年发生影响较大的不利变化,使得公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面:选取了与公司主营业务类似或者行业地位类似的公司云南白药、润本股份、百亚股份作为可比公司,具体选择了 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考,最终给予公司 2025 年 35-38 倍 PE 估值,可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年成人口腔护理产品会实现稳健增长,假设前提是公司能够通过经典产品升级迭代和新品不断推出带动业绩不断增长,如果产品销售不及预期,将使收入、利润被高估;
- ◆ 我们预计公司未来 3 年销售费用率呈现稍许提升态势,但如果整体线上流量成本愈发提升,同时公司持续加大费用投放,可能会导致销售费用率被低估;
- ◆ 我们预计公司未来 3 年公司毛利率持续提升,但如果公司推新不及时,或者新品不受市场欢迎导致销售不佳,可能会导致毛利率被高估。

### 经营风险

**口腔护理行业景气度下行的风险。**口腔护理行业消费需求下降带来整个环境景气度下行,对公司相关业务造成不利影响;

**新品推出不及预期风险。**如果公司后续推新节奏放缓,或者新品推出不符合目前市场消费者需求,可能会对收入及毛利率均造成一定影响。

**销售费用超预期扩大的风险。**公司在建立品牌形象、推出新品以及渠道扩张过程中可能导致销售费用高企,如果不能进行良好费用管控,可能对业绩产生负面影响;

**竞争加剧风险。**目前公司为所处口腔护理细分赛道龙头,若行业参与者增多造成行业竞争加剧,会对公司长期发展造成一定压力。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	268	534	504	547	592	营业收入	1313	1376	1521	1936	2347
应收款项	51	47	54	67	80	营业成本	781	769	775	938	1093
存货净额	197	189	193	231	276	营业税金及附加	9	9	10	13	15
其他流动资产	33	20	26	33	40	销售费用	315	386	472	632	792
<b>流动资产合计</b>	<b>662</b>	<b>1584</b>	<b>1570</b>	<b>1672</b>	<b>1782</b>	管理费用	54	67	62	75	88
固定资产	168	198	236	261	287	研发费用	40	43	46	58	70
无形资产及其他	16	16	16	15	15	财务费用	(10)	(17)	(13)	(13)	(14)
投资性房地产	172	71	71	71	71	投资收益	3	2	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	5	14	7	8	8
<b>资产总计</b>	<b>1018</b>	<b>1869</b>	<b>1893</b>	<b>2019</b>	<b>2154</b>	其他收入	14	13	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	0	0	2	2	2	营业利润	145	147	178	243	313
应付款项	181	150	153	185	216	营业外净收支	1	13	5	5	5
其他流动负债	207	245	247	310	373	<b>利润总额</b>	<b>146</b>	<b>161</b>	<b>183</b>	<b>248</b>	<b>318</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>387</b>	<b>395</b>	<b>401</b>	<b>498</b>	<b>591</b>	所得税费用	11	20	18	25	32
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	88	68	53	38	23	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>135</b>	<b>141</b>	<b>165</b>	<b>224</b>	<b>286</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>88</b>	<b>68</b>	<b>53</b>	<b>38</b>	<b>23</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>476</b>	<b>464</b>	<b>455</b>	<b>536</b>	<b>614</b>	净利润	135	141	165	224	286
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	(2)	1	0	0
股东权益	542	1405	1438	1483	1540	折旧摊销	10	13	21	24	27
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1018</b>	<b>1869</b>	<b>1893</b>	<b>2019</b>	<b>2154</b>	公允价值变动损失	(5)	(14)	(7)	(8)	(8)
						财务费用	(10)	(17)	(13)	(13)	(14)
关键财务与估值指标						营运资本变动	17	112	(27)	23	14
每股收益	1.04	0.82	0.96	1.30	1.66	其它	1	2	(1)	(0)	(0)
每股红利	0.80	0.65	0.77	1.04	1.33	<b>经营活动现金流</b>	<b>157</b>	<b>252</b>	<b>152</b>	<b>263</b>	<b>319</b>
每股净资产	4.20	8.16	8.35	8.61	8.94	资本开支	0	(54)	(52)	(41)	(45)
ROIC	27.24%	20.24%	25%	36%	47%	其它投资现金流	(17)	(681)	0	0	0
ROE	24.82%	10.05%	11%	15%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(17)</b>	<b>(735)</b>	<b>(52)</b>	<b>(41)</b>	<b>(45)</b>
毛利率	41%	44%	49%	52%	53%	权益性融资	0	841	0	0	0
EBIT Margin	9%	7%	10%	11%	12%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	8%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(103)	(112)	(132)	(179)	(229)
收入增长	15%	5%	11%	27%	21%	其它融资现金流	46	131	2	0	0
净利润增长率	13%	5%	17%	36%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(160)</b>	<b>748</b>	<b>(130)</b>	<b>(179)</b>	<b>(229)</b>
资产负债率	47%	25%	24%	27%	29%	<b>现金净变动</b>	<b>(20)</b>	<b>266</b>	<b>(30)</b>	<b>43</b>	<b>45</b>
股息率	1.5%	1.6%	1.9%	2.6%	3.3%	货币资金的期初余额	288	268	534	504	547
P/E	39.0	49.5	42.5	31.3	24.5	货币资金的期末余额	268	534	504	547	592
P/B	9.7	5.0	4.9	4.7	4.5	企业自由现金流	0	161	83	204	256
EV/EBITDA	46.3	65.2	42.1	30.8	24.1	权益自由现金流	0	292	96	216	268

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032