

线上渠道爆发&产品结构升级，口腔护理国货龙头加速前行

登康口腔(001328)

评级:	买入	股票代码:	001328
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	46.75/20.64
目标价格:		总市值(亿)	76.93
最新收盘价:	44.68	自由流通市值(亿)	19.23
		自由流通股数(百万)	43.04

事件概述

公司发布2024年年报与2025年一季报，2024年公司实现营收15.60亿元，同比+13.40%；归母净利润1.61亿元，同比+14.07%；扣非后归母净利为1.35亿元，同比+27.07%。公司经营活动产生的现金流量净额为1.81亿元，同比+19.87%。单季度看，2024Q4实现营收5.07亿元，同比+39.12%；实现归母净利润0.43亿元，同比+28.58%，扣非后归母净利为0.43亿元。2025Q1公司实现营收4.30亿元，同比+19.36%；归母净利润0.43亿元，同比+15.64%；扣非后净利润0.36亿元，同比+27.25%；此外，公司拟向全体股东每10股派发现金红利7.50元，共计派发现金1.29亿元。分红比例为80.12%。

分析判断:

► 收入端：新兴电商爆发，带动收入端高增

登康份额持续提升：根据尼尔森数据，2024年国内牙膏市场整体销售规模扩大，主要由线上增长驱动，牙刷市场规模进一步收窄。牙膏品类头部聚集明显，根据尼尔森数据2024年线下牙膏市场CR10约80%，而登康等CR4近60%；此外，国货品牌通过不断升级产品结构、持续精耕销售渠道、快速响应市场变化等策略，根据尼尔森数据，线下前十牙膏品牌中本土品牌市场份额占比超过40%，以国产品牌为主的头部效应逐渐显现，登康2024年线下牙膏市场份额提升至第三，抗敏感领域线下持续领先，市占率高达64.72%，线下牙刷市占率也位居行业第二。受益于居民健康意识提升和老龄化程度提升，预计抗敏感牙膏市场将进一步打开，2024年抗敏感牙膏线下市场份额达12.71%，仅次于牙龈护理和美白为牙膏品类第三大线下细分市场，登康作为细分赛道绝对龙头，有望进一步抢占市场空间。

分渠道来看，公司大力拓展新兴渠道、新零售渠道和电商业务，持续深耕分销渠道，优化精耕KA渠道，助力销售收入实现可持续增长。2024年经销+直供、电商渠道分别实现营收10.73亿元、4.81亿元，同比+2.29%、+51.99%，借助中心电商和兴趣电商平台，新式营销持续增加热度，带动电商第二增长曲线快速放量。根据蝉妈妈统计，2024Q4冷酸灵品牌在抖音平台销售额同比+245.14%，2025Q1延续高增长，同比+232.44%，4月1日-4月20日同比+64.21%。从与抖音达人“听泉鉴宝”的跨界合作开始，老牌国货持续打入年轻群体，为品牌带来第二春。

分产品来看，2024年公司成人牙膏、成人牙刷、儿童牙膏、儿童牙刷、电动牙刷、口腔医疗与美容护理产品分别实现营收12.47亿元、1.61亿元、0.72亿元、0.30亿元、0.10万元、0.38亿元，同比+16.09%、+3.30%、-0.48%、-5.09%、-14.33%、+35.45%。冷酸灵品牌产品结构升级显著，根据蝉妈妈，冷酸灵品牌在抖音2024Q4以来高端医研产品线占比超过70%（2024Q1-Q3占比约30%+），产品矩阵高端化有望带动公司量价齐升。此外公司逐步丰富牙齿脱敏剂、口腔抑菌膏、口腔抑菌护理液、牙线棒、正畸牙刷、正畸保持器清洁片等细分品类，口腔大健康品类迎来加速。

► 盈利端：毛利率加速提升，综合盈利能力持续增强

盈利能力方面，公司2024年毛利率同比增加5.26pct至49.37%，其中Q4毛利率同比增加5.73pct至49.62%，我们预计主要是高毛利产品占比提升以及线上占比增加所致。费用方面，2024年公司费用率为39.12%，同比

+4.30pct；其中销售费用率为 31.96%，同比+3.88pct；管理费用率为 4.73%，同比-0.13pct；财务费用率为-0.65%，同比+0.58pct（主要是现金管理业务所投产品结构变化所致）；研发费用率同比小幅-0.03pct 至 3.08%。净利率同比增加 0.06pct 至 10.33%。

2025Q1，公司毛利率同比增加 7.08pct 至 55.51%，净利率同比减少 0.32pct 至 10.03%。2025 年一季度公司期间费用率为 44.07%，同比+5.89pct；其中销售费用率为 38.56%，同比+6.82ct，我们判断主要是电商费用随电商收入增加所致；管理费用率为 3.47%，同比-0.33pct；财务费用率为-0.63%，同比+0.35pct；研发费用率为 2.67%，同比-0.95pct。

投资建议

从行业角度来看：公司身处拥有庞大消费群体和未来增长潜力巨大的中国口腔清洁护理市场，可发展前景广阔。同时，公司在抗敏感细分领域线下市场常年占据第一，未来有望跟随抗敏感细分领域未来渗透率的进一步提升而优先享受行业发展红利。**从公司角度来看：**公司通过线上线下双渠道协同发展提质增效，我们看好公司未来营收能力保持强劲；公司积极布局高端领域市场和发力口腔医疗与口腔美容，为公司未来进军口腔大健康产业奠定了有利基础，未来可期。冷酸灵主品牌线上表现持续超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收 18.41/21.58/25.10 亿元（前值 17.51/20.62/-亿元），EPS 1.14/1.36/1.61 元（前值 1.09/1.30/-元），对应 2025 年 4 月 21 日收盘价 44.68 元/股，PE 分别为 39/33/28 倍，**维持“买入”评级。**

风险提示

1) 行业竞争加剧；2) 渠道推进不及预期；3) 营销模式不受市场认可。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,376	1,560	1,841	2,158	2,510
YoY (%)	4.8%	13.4%	18.0%	17.2%	16.3%
归母净利润(百万元)	141	161	196	235	277
YoY (%)	5.0%	14.1%	21.5%	19.9%	18.1%
毛利率 (%)	44.1%	49.4%	49.1%	49.3%	49.1%
每股收益 (元)	0.88	0.94	1.14	1.36	1.61
ROE	10.1%	11.1%	11.9%	12.5%	12.8%
市盈率	50.77	47.53	39.28	32.77	27.75

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

联系电话：

联系人：罗天啸

邮箱：luotx@hx168.com.cn

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,560	1,841	2,158	2,510	净利润	161	196	235	277
YoY (%)	13.4%	18.0%	17.2%	16.3%	折旧和摊销	21	20	22	24
营业成本	790	938	1,095	1,278	营运资金变动	37	-5	-72	65
营业税金及附加	10	12	15	18	经营活动现金流	181	181	158	337
销售费用	499	602	693	801	资本开支	-47	-72	-93	-104
管理费用	74	87	97	108	投资	59	79	79	79
财务费用	-10	-10	-14	-18	投资活动现金流	41	31	7	0
研发费用	48	57	65	75	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-6	-2	-2	-2	债务募资	0	0	0	0
投资收益	16	24	22	25	筹资活动现金流	-112	0	0	0
营业利润	187	214	259	309	现金净流量	110	212	165	337
营业外收支	0	8	7	6					
利润总额	187	223	267	315	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	26	27	32	38	成长能力				
净利润	161	196	235	277	营业收入增长率	13.4%	18.0%	17.2%	16.3%
归属于母公司净利润	161	196	235	277	净利润增长率	14.1%	21.5%	19.9%	18.1%
YoY (%)	14.1%	21.5%	19.9%	18.1%	盈利能力				
每股收益	0.94	1.14	1.36	1.61	毛利率	49.4%	49.1%	49.3%	49.1%
					净利率	10.3%	10.6%	10.9%	11.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	8.2%	8.8%	9.7%	9.9%
货币资金	504	716	881	1,218	净资产收益率 ROE	11.1%	11.9%	12.5%	12.8%
预付款项	6	19	11	13	偿债能力				
存货	219	212	271	258	流动比率	3.33	3.35	3.81	3.62
其他流动资产	771	740	652	623	速动比率	2.83	2.87	3.18	3.10
流动资产合计	1,499	1,687	1,814	2,111	现金比率	1.12	1.42	1.85	2.09
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	26.0%	25.5%	22.1%	22.9%
固定资产	175	210	244	278	经营效率				
无形资产	20	29	38	47	总资产周转率	0.81	0.88	0.93	0.96
非流动资产合计	466	528	607	695	每股指标 (元)				
资产合计	1,966	2,214	2,422	2,806	每股收益	0.94	1.14	1.36	1.61
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	8.45	9.59	10.95	12.56
应付账款及票据	148	243	213	319	每股经营现金流	1.05	1.05	0.92	1.96
其他流动负债	303	261	263	264	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	451	503	476	583	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	47.53	39.28	32.77	27.75
其他长期负债	60	60	60	60	PB	3.76	4.66	4.08	3.56
非流动负债合计	60	60	60	60					
负债合计	511	564	536	644					
股本	172	172	172	172					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,454	1,650	1,885	2,162					
负债和股东权益合计	1,966	2,214	2,422	2,806					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。